

# Indeksering af finansielle fordringer i Island

*Bjarni Bragi Jónsson*

*Sæðlabanki Íslands*

*SUMMARY: Higher inflation rates in Iceland than experienced elsewhere in western countries has prompted attempts at indexation of financial assets. Partial indexation of investment credit dates back to 1955 and fully indexed government savings certificates have been issued since 1964. General legislation in 1966 on the principles of value linking failed to promote general developments. Since 1972 pension funds have bought indexed obligations from investment credit funds, and legislation in 1975 put the latter onto the path of general indexation. In 1979 a general system was legislated, with indexation both in its traditional form and by a price compensation factor of interest rates.*

---

## **Indledning**

Island har haft en lang erfaring med kronisk inflation. Den begyndte med den anden Verdenskrig med omkring 30% forhøjelse af konsumprisindeksen per år og fortsatte gennem de næste årtier som uregelmæssige ekko-svingninger, med højdepunkter forbundne med større devalueringer og lønekspllosioner. Formel indeksering af løn spillede gennem det meste af tiden en betydelig rolle i inflationens forløb, undtagen i årene 1960-64, da den var forbudt ved lov. Den gennemsnitlige inflationsgrad var noget stigende fra den senere del af fyrrerne med 8,1% (1944-50), over 8,8% i halvtredserne og til 13,3 i tredserne. Under den inflation var der endnu håb om at nøjes med en aktiv traditionel rentepolitik, uden formel indeksering.

Med de store internationale forstyrrelser og stærkere inflation, som faldt sammen med en mer ekspansiv indenlandsk udvikling, intensificeredes den islandske inflation, den oversteg 40% i 1974 og er kun midlertidigt i 1976-77 faldet til henimod 30%. Realrenten indtog store negative værdier på mellem 20 og 30%. Derved faldt den finansielle opsparing meget hurtigt, som statusstørrelsens volumen i faste priser frem til årene 1975-76, men i forhold til BNP frem til 1977-78. Mellem slutningen af 1972 og 1975 faldt den finansielle kapitalens realværdi med 15,5 %. Som procentdel af BNP faldt den finansielle kapitalens gennemsnitsstatus fra 77% i året 1968 til 54% i året 1977, deraf den institutionelle del fra 32% til 24% og den frie

# Indeksering af finansielle fordringer i Island

*Bjarni Bragi Jónsson*

*Sæðlabanki Íslands*

*SUMMARY: Higher inflation rates in Iceland than experienced elsewhere in western countries has prompted attempts at indexation of financial assets. Partial indexation of investment credit dates back to 1955 and fully indexed government savings certificates have been issued since 1964. General legislation in 1966 on the principles of value linking failed to promote general developments. Since 1972 pension funds have bought indexed obligations from investment credit funds, and legislation in 1975 put the latter onto the path of general indexation. In 1979 a general system was legislated, with indexation both in its traditional form and by a price compensation factor of interest rates.*

---

## **Indledning**

Island har haft en lang erfaring med kronisk inflation. Den begyndte med den anden Verdenskrig med omkring 30% forhøjelse af konsumprisindeksen per år og fortsatte gennem de næste årtier som uregelmæssige ekkosvingninger, med højdepunkter forbundne med større devalueringer og lønekspllosioner. Formel indeksering af løn spillede gennem det meste af tiden en betydelig rolle i inflationens forløb, undtagen i årene 1960-64, da den var forbudt ved lov. Den gennemsnitlige inflationsgrad var noget stigende fra den senere del af fyrrerne med 8,1% (1944-50), over 8,8% i halvtredserne og til 13,3 i tredserne. Under den inflation var der endnu håb om at nøjes med en aktiv traditionel rentepolitik, uden formel indeksering.

Med de store internationale forstyrrelser og stærkere inflation, som faldt sammen med en mer ekspansiv indenlandsk udvikling, intensificeredes den islandske inflation, den oversteg 40% i 1974 og er kun midlertidigt i 1976-77 faldet til henimod 30%. Realrenten indtog store negative værdier på mellem 20 og 30%. Derved faldt den finansielle opsparing meget hurtigt, som statusstørrelsens volumen i faste priser frem til årene 1975-76, men i forhold til BNP frem til 1977-78. Mellem slutningen af 1972 og 1975 faldt den finansielle kapitalens realværdi med 15,5 %. Som procentdel af BNP faldt den finansielle kapitalens gennemsnitsstatus fra 77% i året 1968 til 54% i året 1977, deraf den institutionelle del fra 32% til 24% og den frie

opsparing fra 45% til 30%, deraf bankindlån fra 39% til 22,5%, og i 1978 endvidere til 21,5%, således at hovedvægten i kontraktionen faldt på banskystemet. Derimod forøgedes den udenlandske gæld fra 23,4% af BNP i 1973 til omtrent 34% i 1978-79 og betalingsbyrden af den fra 10,7% af vare- og tjenesteksporten til 14,7% i 1978-79.

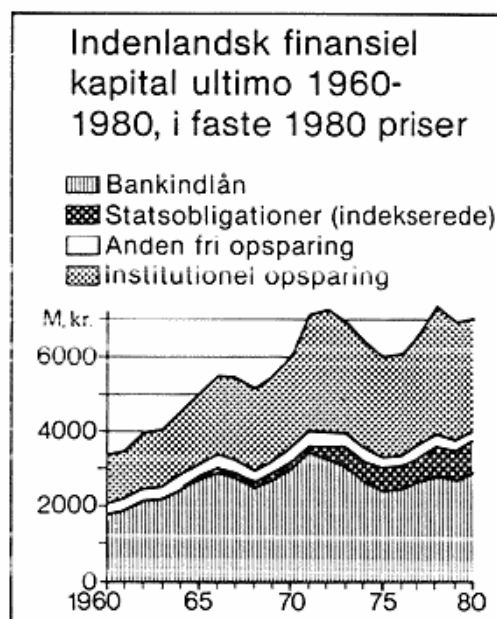


Fig. 1.

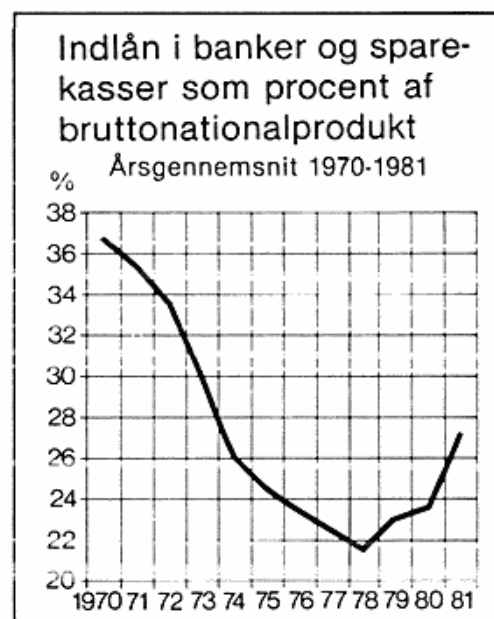


Fig. 2.

Det var disse skæbnesvangre følger af galoperende inflation, som gav stødet til oprettelse af et generelt kreditvilkårssystem, grundlagt på formel indeksering eller tilsvarende værdiregulering. Resultatet deraf har allerede bragt betydelig forbedring af forholdene på kreditmarkedet. Således er bankindlån vokset igen til over 27% af BNP i 1981 og ventes at gå op til 29,5% i år. Den fulde opgørelse af påvirkningen på kreditmarkedet er dog endnu ikke blevet foretaget, men der hersker ingen tvivl om, at kreditmarkedet kan helbredes ad disse veje, med nogenlunde tilfredsstillende kapitalforsyning til resultat.

Det som gør resultatet forudsigeligt og pålideligt, er ikke mindst, at det er mere afhængigt af den regulære omvurdering af eksisterende kapitalbeholdning end af sparernes omtvistelige opførsel, d.v.s. behaviouristiske relationer. Dog synes erfaringen at pege tydeligt på, at også disse giver et positivt indslag.

Visse teoretikere mener, eller mente indtil fornylig, at man kan generalisere om indeksering af løbende indkomster og finansielle fordringer under eet. Ifølge vor mening ligger heri en alvorlig begrebsmæssig forveksling, såvel fra økonomisk som retfærdighedssynspunkt. Finansiell indeksering korrigerer det reelle statusind-

hold, før man kommer til nogen reel indkomststrøm, som er at betragte som disponering af nationalproduktet. Indeksering af løn og andre løbende indkomster er på den anden side et forsøg på at værdisikre kontraherede løbende indkomster, og derved folks ønske om forhøjede realindtægter. I sin karakter af direkte, variable omkostninger har lønindekseringen en langt mere direkte sammenhæng med inflationens opståen, hvorimod finansiel indeksering har indirekte sammenhæng dermed, som argumentet i artiklens sidste afsnit.

### **Oprindelse og udviklingstrin**

Indeksering af finansobjekter begyndte med et forsøg på delvis indeksering til 25% af almindelige, offentlige boliglån i 1955. Derpå fulgte indeksering af obligatorisk opsparing for unge folk, øremærket for boligfinansiering. Denne var faktisk også kun delvis, da kun hovedstolen var indekssikret, men ikke akkumuleret rente. Dette forsøg blev dog ikke fulgt op i de nærmeste år, medens andre problemer trådte i forgrunden, bl.a. bestræbelser efter at få bugt med inflationen ved stabiliseringsprogrammet fra 1960. Da tiden derefter var inde til at tage sig af langsigtig strukturpolitik, og inflationen stadig varede, begyndte finansministeriet at udstede fuldt indekserede spareobligationer i 1964. Disse er blevet udstedt hvert år siden ifølge det oprindelige mønster. Det første forsøg blev dog foretaget med en ganske høj realrente, på 7,2% gennemsnitlig over levetiden på 10 år, men takket være den kraftige efterspørgsel kunne renten sænkes gradvis til den i fjor nåede 3,2%, samtidig med at levetiden forlængedes gradvis op til 22 år ifølge det princip at realværdien fordobles over levetiden. Renten er i år igen hævet til 3,5%.

I fortsættelse heraf blev det anset som ønskeligt at formulere en generel politik vedrørende værdiregulering, således at i 1966 blev der stiftet ny lov, som gav Seddelbanken myndighed til at regulere indeksering indenfor en koordineret ramme. Den derpå følgende økonomiske problematik og handlingsforløb gav dog ikke anledning til indførelse af indeksering indenfor banksystemet, således at lovgivningen ikke blev befordrende for videre udvikling som oprindeligt ment.

En ny inflationsbølge begyndte med det ottende årti og gav stødet til nye forsøg med indeksering. Pensionsfondene, som arbejder på erhvervsbasis, begyndte at have kapital tilovers til at investere i lån til andre end deres egne medlemmer. Investeringslånefondene tilbød disse fuld indeksering fra og med 1972, og året efter begyndte lånefondene at indeksere udlån, som var finansieret på denne måde. Det var dog først i 1975, at dette blev den offentlige politik, idet der da blev vedtaget en lov, som forpligtede fondenes bestyrelser til at yde udlån med forrentning svarende til vilkårene på anskaffede midler. Investeringslånefondene blev tilladt at tilpasse sig disse krav i nogle trin, som almindeligvis tog form af gradvis

forhøjet delvis indeksering, f.eks. til 25%, 40% og 60% af hvert lånebeløb, indtil de nåede fuld indeksering. Fremgangsmåden er den, at hvert år giver Seddelbanken og Udviklingsinstituttet forslag til regeringen om hovedlinjer for fondenes kreditvilkår for det indeværende år. I overensstemmelse dermed sender fondene detaljerede vilkår til regeringens bekræftelse.

Ved siden af denne udvikling i investeringslånefeltet begyndte man at aktivere rentepolitiken med forhøjelser i 1973 og 1974. Disse lå dog betydeligt tilbage for inflationen, og det var først med rentepremieordningen fra maj 1976 at man fra offentlig hold erklærede den hensigt at lade rentebetingelser på terminsbundne indlån, samt på tilsvarende langfristede udlån, følge nøje med inflationen. Den første rentepremie var på 6%, lagt ovenpå 16% renter, således at indlån på eet års termin forrentedes med 22%.

Denne nye form for indlån blev så godt modtaget at det gav anledning til et forsøg på at generalisere princippet. I august 1977 nåede inflationen et foreløbigt minimum på 26% over et helt år, men med udsigt til en acceleration fremover. Da blev det besluttet, at rentesatsen skulle være sammensat af to faktorer, basisrenten, som det var meningen skulle ændres forholdsvis sjældent, og en priskompensationsfaktor, som på en eller anden måde skulle følge med inflationen. Foreløbigt tildelte man dog ikke de enkelte faktorer nogen funktionel betydning. Renten fulgte kun delvis den opadgående inflation, og selv denne begrænsede reaktion fulgtes snart af politiske træghedsmomenter, indtil tiden var inde til en mere omfattende systematisering. Ved overgangen dertil var rentepremieindlån kommet op på 32% rente og tilsvarende udlån på 33%.

Ved siden af denne udvikling indenfor det offentlige kreditsystem blev der taget forberedende skridt til indledning af indeksering også på det private kapitalmarked. Således bemyndigede Seddelbanken i 1977 pensionsfondene til at optage indeksering på 40% af deres almindelige lån, som hovedsagelig blev ydet til fondenes egne medlemmer, forudsat at renten ikke oversteg 11,5% og at nedbetalingstiden var på mindst 10 år. Derefter fulgte lovmæssig forpligtelse for pensionsfondene til at købe investeringslånefondenes fuldtud indekserede obligationer op til 40% af deres årlige disponible beløb.

Den udviklingsfase, som her omtales, karakteriseredes af delvise og ufuldkomne løsninger. En blanding af indeksering på en del af hovedstolen og middelhøje renter på den som helhed viste sig at have uforudseelige virkninger gennem tider med vekslende inflation. Som regel var realrenten stærkt negativ i den første fase, men efterhånden som den nominelle del af hovedstolen forsvandt i reel henseende, steg realrenten kraftigt i den senere fase, således at helhedsresultatet kunde let blive højere realrente end der menes forsvarligt under fuld indeksering. Disse

vilkår forhindrer dog ikke at betalingsbyrden blir forholdsvis tung i den første fase og lånenes reelle, gennemsnitlige løbetid forkortet fra det som oprindeligt var hensigten. Denne ulempe hæfter sig dog stærkest ved ikke formelt indekserede højrentelån med terminsbundne afbetalinger. De midlertidige udviklingstrin i retning af indekseringssystem efterlod således mange ønsker at opfylde.

### **Det gældende kreditvilkårssystem**

De erfaringer man høstede af de foran beskrevne forsøg på indeksering og mere aktiv rentepolitik under varig og voksende inflation ledte til den konklusion, at kreditvilkårene burde ordnes indenfor et integreret system, grundlagt på værdireguleringens principper. Efter udførlige forberedelser af politisk, økonomisk og bankteknisk karakter, blev systemets hovedregler lovfæstet i april 1979, som VII. kapitel i Lov om økonomiske foranstaltninger og andre anliggender, nr. 13, 10. april 1979. Loven bestemmer, at værdiregulering af finansielle fordringer skal være det ledende princip og giver de vigtigste retningslinjer om formen for denne tilpasning, udstedelse af indeks til dette formål o.s.v. Seddelbanken blev bemyndiget til at udstede nærmere regler om udførelsen og at have opsyn med den, men det er underforstået i Seddelbankloven, at dette bør udøves i nært samråd med regeringen. Den følgende beskrivelse gælder både lovbestemmelser og øvrige regler under eet.

Kreditvilkårssystemet er opdelt i to klart adskilte subsystemer: formel indeksregulering og det egentlige rentesystem, indeholdende priskompensationsfaktor. Forskellig teknisk udformning er ikke det eneste, som danner skel mellem disse to subsystemer, da disse også giver anledning til vidt forskellige socio-politiske anskuelser.

*Formel indeksregulering* består af en umiddelbar, proportionel tilknytning til en hensigtsmæssig indeks, som kan siges at være sat som 100 på et låns udstedelsesdato. Til enhver senere dato blir hovedstolen, samt nedbetalinger og renter – eller annuitet som et fælles udtryk for begge – opskrevet eller omvurderet i direkte forhold til indeksen. Denne reguleringsform egner sig naturligvis bedst for langsigtede lån med forudbestemt nedbetalingsplan. Låncnes udstedelses- og betalingsdato synkroniseres vanligvis med indekssdatoen, som er den første i hver måned. Derved har lånerenten fuld gyldighed som realrente, fast eller foranderlig ifølge nærmere bestemmelser eller overenskomst. Indeksreguleringsformen har den fordel, at den reelle betalingsbyrde kan bestemmes nøje gennem lånets løbetid, enten jævn gennem tiden (annuitet) eller gradvis faldende med rentebeløbet (jævne afbetalinger), i stedet for at være meget tung først og stærkt faldende fremover, som i tilfælde af vanlig markedsrente, som følger med inflationen.

Brug af formel indeksering har hidtil ikke været tilladt for kortere udlån end 2½ års, hvilket har til følge at den har fået begrænset anvendelse indenfor bankvirksomhed, omend en nær almindelig anvendelse for investerings- og pensionsfondene. Renten er endnu begrænset til 2,5% for indeksbundne banklån, men fra 2% for socialt prægede investeringslån til mere almindeligt gældende 4%. Renten på statens spareobligationer og obligationer udstedt til pensionsfondene blev ifjor sænket fra respektive 3,5% og 4% til 3,2%, men har vist sig at være for lav og bliver nu forøget igen til 3,5%. Disse obligationsrenter er faste, men som regel stipulerer lånekontrakter en foranderlig rente, indenfor rammen af offentlige regler til enhver tid, omend faste renter antagelig er effektivere som økonomisk styreinstrument. Almindelig, nominal rente kommer kun undtagelsesvis til anvendelse for at justere krav til den faste dato, hovedsagelig bagefter i form af forhalingsrente.

Udviklingen på indlånssiden har også ført til, at man har fundet det fordelagtigt at byde på formelt indekserede terminsbundne indkånskonti ved siden af – og med tiden måske for at afløse – tilsvarende højrentekonti. Disse indekserede sparekonti er knyttet til indeksen ved hvert månedsskifte, men en særlig rentesats, som tilnærmer sig inflationsgraden, er brugt til at føre indskud frem til næste og udtræk fra sidste månedsskifte

*Priskompensationsfaktoren*, indesluttet i sædvanlig renteregning, er den anden form for værdiregulering, og måske det mest enestående kendetegn ved det islandske lånevilkårssystem. Det er uden videre åbenbart, at formel indeksering ikke egner sig for bankvirksomhedens daglige handel og vandel, hvor finansielle mellemværender må forrentes eller diskonteres fra dag til anden. I stedet for diskontinuerlig stigning af indeksen med længere mellemrum må en kontinuerlig akkumulation træde ind, d.v.s. renten bestemt ud fra vurdering af den underliggende inflationsgrad. Renten repræsenterer da en daglig indeksberegning.

Som foran omtalt begyndte man i 1977 at definere en del af renten som priskompensationsfaktor, uden at denne havde nogen nær tilknytning til inflationsgraden eller at man tildelte den nogen betalingsmæssig betydning. I tilfælde af ganske kortsigtige lån, hvis beløb tit tillempes med hensyn til udviklingen, byder dette ikke på særlige vanskeligheder. Det modsatte er tilfældet med mellemfristede lån, kontraheret med bestemte, periodiske afbetalinger. Da vil inflationsbestemte rentebetalinger føre helt ekstraordinære nedbetalinger af hovedstolen med sig i reel henseende, eller relativt set vil et inflationselement i renten udover det forventede have denne virkning. Til brug på dette område gælder det om at bestemme priskompensationen så nær inflationen som muligt og behandle den som omvurdering af hovedstolen.

Loven fra 1979 anerkendte denne fremgangsmåde som en form for værdiregulering, ved det følgende udtryk: »Det er hjemlet at bestemme værdireguleringen i den form, at en særlig priskompensationsfaktor af renten, som er formelt knyttet til inflationen, lægges til lånets hovedstol eller er en bestanddel af diskontoen«.

I overensstemmelse med dette blev der fastsat nærmere regler om den før omtalte inddeling i basisrente og priskompensationsfaktor. Ved systemets fuldførelse menes basisrenten at ville tilnærme sig en realrentesats, hvorimod priskompensationsfaktoren skal rette sig automatisk efter inflationen. Basisrenten vil da blive det egentlige økonomisk-politiske styreinstrument. Under tilpasningsperioden har man dog valgt at bestemme totalrenten i henhold til inflationen, men basisrenten har været bestemt som andel heraf, således at den resterende sats blir kompensationsfaktoren.

Denne opdeling af renten har den funktionelle betydning, at basisrenten udgør et umiddelbart betalingskrav, ved siden af afbetalinger, i lighed med rentens traditionelle behandling. I modsætning hertil lægges priskompensationsfaktorens beløb til hovedstolen, før man finder frem til afbetalingen ved division med antal resterende afbetalinger. I stedet for som før, at renten medførte betalingspligt til sit fulde beløb, kommer f.eks. kun en tiendedel af priskompensationen til betaling på lån med ti resterende terminer, en femtedel i tilfælde af fem, som står tilbage, o.s.v.

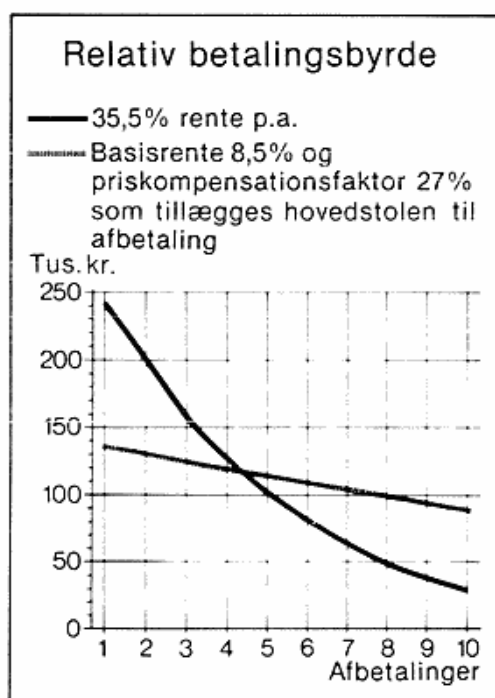


Fig. 3.

Kilde: Seðlabanki Íslands



Derved opretholdes amortiseringsplanens reelle indhold, forudsat at priskompensationen er lig med inflationen. Under tilpasningstiden har de fleste rentesatser ligget under inflationsgraden, således at låntagere har høstet nogen inflationsgevinst, samtidig med at der fortsat herskede nogen kapitalmangel. For at yde nogen erstatning på dette har man opretholdt betydelig højere basisrente end svarende til realrenten i ligevægtstilstand, eller fra 5% til 8,5% (sænket senere til 6,5%) for de vigtigste udlånsformer.

Man har ikke endnu fundet frem til en systematisk fremtidig løsning på spørgsmålet om sondringen mellem basisrente og priskompensation. Det synes dog klart, at den senere bør være numerisk lig med inflationen og uniform gennem rentespektret, men at akkumuleringen, ved multiplikation mellem realrente og inflation, inklusive disses enhedsgrundlag, må falde på realrenten for at finde frem til basisrenten. Dette betyder, at betalingrenten holdes værdisikret over hver termin. (F.eks. ved 40% inflation og 4% realrente vil de additive faktorer blive: priskompensation 40% og basisrente  $4 \times 1,4 = 5,6\%$ ). Det ideelle vilde naturligvis blive at bestemme faktorerne multiplikativt, men det tillader bankernes teknokrater ikke. I tilfælde af likvide indlån vil man ikke nå frem til inflationsgraden i den forudseelige fremtid. Problemet med afvigelse fra almindelig priskompensation kunde søges løst på den ukonventionelle måde at registrere negativ basisrente. Et tilsvarende tjenestegebyr vilde dog give et bedre udtryk for sagens reelle indhold.

Høje renter under inflationen er forbundne med et akkumulationsproblem, som ikke er til stede ved formel indeksering. Renten bestemmes vanligvis som procent per annum. Indenfor året anvendes denne i samme direkte forholdt til satsen som perioden har til året. Erfaringsmæssigt ud fra historisk kendte rentesatser har dette ikke medført nogen større skævhed. Når man derimod kommer op på flertiers procent renteniveau indtræder en større forvridding ved akkumulering gennem flere perioder over året. Som eksempel på den store forskel mellem lavt og højt renteniveau kan nævnes, at 10% forrentet som 2,5% fire gange om året akkumuleres til kun 10,4%, eller tolv gange til 10,5%, hvorimod 50% akkumuleres fire gange til 60,2% eller tolv gange til 63,2%. Her fremkommer en radikal og ulidelig afvigelse fra det tilsigtede. Den ideelle løsning vilde være at bestemme renten i exponentiel sammenhæng med tiden ned til en minimal tidsenhed som en måned. Dette støder dog på praktiske vanskeligheder, således at man højes med at standardisere låneperioder indenfor året, hvorved en dekulering fra per annum satser finder sted, og at føre renter på bundne indlån to gange om året. Indeks-bundne indlån reguleres dog månedlig.

### Kreditvilkårindeksen

Loven bemyndiger Seddelbanken til at udstede indeks til regulering af finansielle fordringer. Det syntes ikke at tjene nogen hensigt at konstruere en helt ny indeks, men derimod at kombinere de to foreliggende offentlige prisindeks, som gælder leveomkostninger (LI) og byggeomkostninger (BI). Begge beregnes fire gange om året som vist med X nedenfor:

	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D
LI	-	X	-	-	X	-	-	X	-	-	X	-
BI	-	-	X	-	-	X	-	-	X	-	-	X

Hver tredje måned beregnes ingen offentlig indeks. For at nå frem til en månedlig kreditvilkårindeks må disse indekstal knyttes sammen og den tre-månedlige kløft dækkes over.

Leveomkostningsindeksen er den mest almindelige målestok for inflationen og har som sådan været brugt til vejledning ved rentebeslutninger fra året 1976. Den kan siges at have relevans for publikums beslutninger om finansiel opsparing i henhold til forbrugsmæssige alternativer, særlig hvad angår varige forbrugsgoder. Byggeomkostningsindeksen har en mere direkte relevans i henhold til finansiering af investering, og er traditionelt blevet anvendt til formel indeksering af investeringslån. Den har dog kun begrænset gyldighed på dette område, beregnet som den er udelukkende på grundlag af boligbyggeri. Brug af denne indeks alene var også forbundet med den ulempe, at den kun foreligger med tre måneders interval, hvilket giver en ganske grov trappegang under høj inflation. Endvidere lider begge indekser af uønskeligt stærke udslag af bestemte årsager, leveomkostningerne f.eks. fra fødevarer og deres varierende subsidiering, men byggeomkostningerne fra umiddelbar hensyntagen til priser på inputfaktorer som f.eks. lønninger. Ved at kombinere begge kunde disse skævheder jævnes noget ud, samtidig med at hyppigere målinger kunde opnås. Den sammensætning blev valgt, at leveomkostningsindeksen udgør 2/3 og byggeomkostningsindeksen 1/3. Derved repræsenteres også nationalproduktets hovedkomponenter, privat konsum og investering, i nogenlunde rimelige proportioner. For at undgå forskydninger i disse proportioner med senere basisproblemer til følge er kreditvilkårindeksen beregnet som geometrisk gennemsnit af komponentindeksene i de nævnte forhold, efter formlen  $K = k \times L^{0.67} B^{0.33}$ , hvor k er konstant for at føre basisniveauet til 100.

Vanskelige spørgsmål hæftede sig også ved kreditvilkårindeksens tidsmæssige gyldighed. På den ene side er det ønskeligt, at den er så synkroniseret som muligt med den faktiske prisudvikling, men på den anden at den støtter sig mest muligt til offentlige og endelige indeksmålinger fremfor til de inflationsspådomme, som

stadig forarbejdes. Da den formelle indeksering hovedsagelig knytter sig til afbetalingslån kan man vente, at fejl på grund af mangelfuld opdatering vil udjævnes over lånetiden. Det blev derfor besluttet at regne indeksen ud fra sidste kendte værdier af komponentindeksene for hver måned, når nye målinger af komponentindeks foreligger. Hver tredje måned har man dog intet nyt indekstal, i hvilket tilfælde man interpolerer med en tredjedel af forventet stigning i begge indeksene. Den næste målte værdi af leveomkostningsindeksen udsletter så denne interpolationsværdi, og passer udmærket til det, da den har dobbelt vægt i forhold til den anden komponent. Kreditvilkårindeksen blir således en månedlig indeks, som ligger 50 dage efter prismålingernes dato, men deraf fremkommer en måned som minimal frist for optagelse af prisdata i begyndelsen af hver måned og beregning af komponentindeks, før den eller den afledede kreditvilkårindeks kan udstedes for at gælde fra den første af næste måned, mens de resterende 20 dage forårsages af brug af den ældre værdi af den forrige indeks i hvert tilfælde.

### **Inflationsgraden**

Vurdering af den underliggende inflationsgrad danner grundlaget for det almindelige rentesystem, indeholdende priskompensationsfaktor. Her benytter man også kreditvilkårindeksen som begrebsmæssigt grundlag, med den omtalte sammensætning af komponentfaktorer. Spørgsmålet om tidsmæssig relevans indtager dog i dette tilfælde en langt større betydning, da det ofte drejer sig om at afregne store finansielle mellemværender over ganske korte tidsforløb.

Renten må bestemmes forud for den periode, den skal gælde. Den forventede inflation blir derfor mest relevant ud fra forudsætninger om højt oplysningsniveau og rationel adfærd. Den friske erfaring om sidste virkelige inflation, må dog altid stå stærkt i folks bevidsthed. Forudsigelse om selv det nærmest forestående forløb er altid forbundet med nogen usikkerhed og omtivistelige spørgsmål om myndighedernes handlinger og disses mulige indflydelse på inflationsforløbet. Således er man også i denne henseende henvist til et kompromis mellem at tage hensyn til nærmeste fortid og fremtid. Økonometriske forsøg ud fra rimelige forudsætninger om tilfældige fejl og nedadvirkende bias antydede, at det man tabte i relevans ved hensynet til aktuelle erfaringer vilde man vinde i pålidelighed og stabilitet.

Derved kom man frem til den såkaldte Janus-regel for vurdering af inflationsgraden, hvorved der tages lige hensyn tilbage som frem i tiden. Denne vurdering foretages som regel kvartalsvis. Inflationen i det nærmest forløbne og det kommende kvartal regnes dobbelt i henhold til infaltionen i kvartalerne forud og efter, d.v.s. hvert af de nærmeste kvartaler til det tidspunkt, hvor vi befinder os, vejer

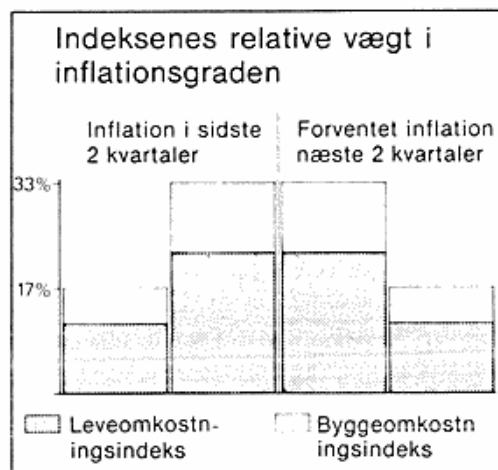


Fig. 4.

Kilde: Seðlabankr Íslands

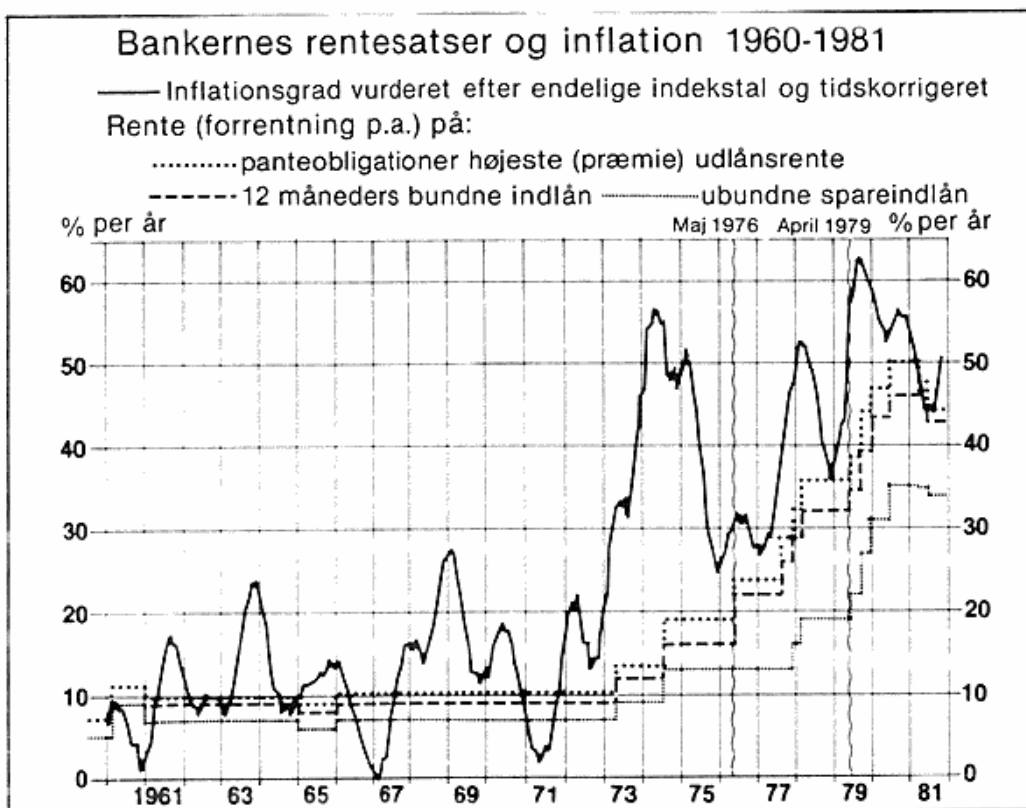
33%, men hvert af de fjernere 17%. Vurderingen strækker sig således over eet år, men det nærmeste halvår har 66% vægt, omtrent dobbelt imod det andet halvår.

Inflationsgraden er blevet vurderet efter denne regel fra det lovbundne indekseringssystemets ikrafttræden, først ved rentebestemmelsen d. 1. juni 1979, da den regnedes for at være 41,8%. Siden dengang har inflationsgraden ved første, eller samtidig, vurdering varieret mellem 40,2% og 57,0%. Siden omvurderes den i samsvarende med aktuelle indeksemålinger. Derved fremkommer betydelige afvigelser fra oprindelig vurdering, således at den endelige inflationsgrad har varieret mellem 43,0% og 62,1%.

### Tilpasningsperioden

Overgangen til et værdireguleret kreditvilkårsystem er en meget radikal forandring. Der herskede nogenlunde enighed om, at der burde foregå en gradvis tilpasning til fuld indeksering, og den burde strække sig fra lovens ikrafttræden i april 1979 til slutningen af 1980. Med kvartalsvise tilpasninger, som først kunde påbegyndes den første juni 1979, d.v.s. efter et nyt indekstal for leveomkostningerne, skulle der blive syv tilpasningstrin, før det almindelige renteniveau nåede det tilsigtede mål i henhold til inflationen. Teoretisk kunde gradvis tilpasning også gælde formel indeksering af langsigtede lånekontrakter. En sådan gradvis forhøjelse af indekseringsforholdet havde dog allerede fundet sted med dårlige erfaringer med blandingen med høj rente, som omtalt foran. Skridtet blev derfor taget fuldt ud med 100% indeksering af de fleste investeringslån, medens man gik forsigtigt fremad med realrenten på socialt betonede lån som boliglån, der endnu er på 2¼%. De fleste erhvervs-mæssige investeringslån bærer realrente på 4%.

De første tilpasningstrin gik for sig som foreskrevet i loven, d.v.s. i juni, september og december 1979. Da var der sket regeringsskifte og igen i februar 1980 til den regering, som nu sidder. Det tog den nye regering nogen tid at formulere sin politik, således at ingen tilpasning skete indtil i juni. I stedet for at fortsætte med de senere trin af tilpasningen bestemte regeringen sig ved provisorisk lov for at strække den ud til slutningen af 1981, samtidig med at den nedlagde et program om inflationsbekæmpelse gennem året, som skulde både berettige og styrkes af en rentesækning. Harmoniseringen mellem inflationsgrad og renteniveau skulde altså ske ved sænkning af det førnævnte fremfor ved yderligere renteforhøjelse. Marginale rentesænkninger fandt sted i marts og juni 1981, men i begge tilfælde blev der foretaget intern harmonisering, delvis i modsat retning, som havde til følge, at renteniveauet som helhed sank ganske lidt. Ved udgangen af 1981 herskede der endnu for uklare udsigter om inflationsbekæmpelsen til at tilpasse renten nøjagtigt til den. For at opnå bedre overensstemmelse med loven blev indekserede, men rentefrie 3 måneders sparekonti stiftet i april 1982, samtidig med at indekserede banklån på kun 1 år blev hjemlet med 2% rente, medens lån på 2½ år bærer 2,5% rente som før og på 5 år 3% rente. Omend tilpasningen skulde blive fuldført ved



Kilde: Sedlabanki Íslands

udgangen af 1981, var udsigterne endnu for uklare til at danne grundlag for vurdering af inflationsgraden. Når dette skrives hersker der endnu tvivl om en tilpasning, som kunne siges at bringe renteniveauet nogenlunde i overensstemmelse med herskende inflation.

Den almindelige metode ved tilpasningen var simpelthen den at tage forskellen mellem inflationsgraden og referensrenten på 3 måneders indlån og dividere med antal efterstående tilpasningstrin. Resultatet udgjorde den normgivende renteforhøjelse, dog med afvigelser for særlige behov for harmonisering o.s.v. Den første blev f.eks. beregnet på følgende måde, da inflationsgraden blev vurderet til 41,8%, referensrenten var 25% og forventet antal tilpasningstrin var 7:

$$(41,8-25) \cdot 1/7 = 2,4\%, \text{ afrundet til } 2,5\%.$$

Som antydnet her og i det foregående afsnit om inflationsgraden, var der i begyndelsen nedlagt forholdsvis klare, objektive retningslinjer for hele tilpasningen. Når den skred fremad og forhøjede realrenter, eller formindsket reelt rentebidrag til debitorerne, begyndte at blive følelig for disse og derved for indflydelsesrige interessegrupper, kom dette til at forårsage betydelig politisk træghed overfor tilpasningen. Hver af de senere tilpasninger har derfor været genstand for politiske overvejelser.

*Tabel 1. Rente i Banker og Sparekasser. Årlige gennemsnit.*

	Total indlån		Almindel. spareindlån		Total spareindlån		Total udlån	
	N	R	N	R	N	R	N	R
1968	6,9	-8,1	7,0	-10,5	7,6	-7,4	9,4	-5,9
1969	6,8	-12,3	7,0	-12,2	7,6	-11,7	9,3	-10,3
1970	6,7	-8,9	7,0	-8,6	7,6	-8,1	9,5	-6,5
1971	6,7	3,7	7,0	3,9	7,6	4,5	9,4	6,3
1972	6,7	-7,4	7,0	-7,2	7,6	-6,6	9,4	-5,1
1973	7,8	-18,0	8,3	-17,6	9,2	-16,9	10,8	-15,7
1974	9,8	-28,7	10,8	-28,1	11,7	-27,5	13,2	-26,5
1975	11,7	-20,7	13,0	-19,8	13,9	-19,1	14,9	-18,4
1976	11,7	-13,6	13,0	-12,6	14,7	-11,3	15,2	-10,9
1977	12,8	-15,4	13,3	-15,1	16,1	-13,0	17,1	-12,2
1978	17,8	-19,7	18,6	-19,2	22,8	-16,3	24,8	-14,9
1979	21,9	-21,2	22,8	-20,6	27,5	-17,6	30,8	-15,4
1980	32,2	-13,4	33,3	-12,6	38,0	-9,6	41,2	-7,5
1981	33,5	-9,5	34,4	-8,9	39,3	-5,6	40,8	-4,6

Anm.: N = Nominalrente. R = Realrente, d.v.s. N deflateret med kreditvilkårindeksen.  
Kilde: Seðlabanki Íslands.

### Økonomiske-politiske anskuelser

Hensigten med den forholdsvis lange tilpasningstid var at få lejlighed til at bøde på mangelfuld kapitalforsyning, som var følgen af svindende opsparing, samt at få hensynet til kapitalens værdiregulering indarbejdet i pris- og skattesystemet og økonomiske anliggender i det hele taget. En af de største ulemper ved kapitalmangelen fra før med stigende, omend ikke inflationsbestemte, rentesatser var lånenes korte varighed og den høje betalingsbyrde i den første del af lånetiden. Med priskompensationsfaktorens forskrevne behandling blev der rådet bod på dette indenfor rammen af kreditydelsens vanlige struktur. Men ved siden af det blev der sat i gang en kraftig udvikling i retning af længere og mere stabile låneformer, både på indlåns- og udlånssiden. De tidsbundne former på begge sider fik hurtigere fremgang i rentetilpasningen, således at indlånsnavere på den ene side og bankerne som långivere på den anden har fået interesse i overflytning til mere varige former. Låntagerne har dog ofte mødt denne forandring med træghed, til trods for bekvemmeligheden ved de længere lån, da de er forbundet med højere rente eller formel indeksering. Udover denne frivillige process har politiske myndigheder presset på hurtigere fremgang for kreditforlængelsen, særlig hvad angår bankernes tilskudskredit til boligbyggeri, men også ved direkte konverteringer til gunst for landbrug og fiskeri, støttet af Seddelbanken og offentlige fonds.

Den lange tilpasningstid medfører dog egne problemer. Forventningen om højere realrente senere gør det fordelagtigt at påskynde låntagning og disponering af midlerne, således at forbedringen af ligevægten på kapitalmarkedet bliver forsinket. Overbevisningen om de rene og klare løsninger dæmpes og moralen svækkes. Politiske myndigheder har tydeligt foretrukket formel indeksering fremfor priskompensationsrente. Indekseringen indgår i privatretslige forhold, som ikke kommer til videre offentlig overvejelse, medens lånet varer. Opskrivning af hovedstolen blir næppe iagttaget og er i al fald godt forstået som omvurdering. Det modsatte er tilfældet med renten, som traditionelt er opfattet som omkostning, omend hovedparten lægges til hovedstolen som priskompensation.

Heri ligger hovedproblemet med finansiel indeksering under høj inflation. Indekseringen, i den ene form eller den anden, er ifølge sagens natur omvurdering. Dette stiller de krav, at regnskabsføringen udarbejdes ifølge læren om indeksstatus med omvurderingsregnskab opført ved siden af driftsregnskabet, svarende til det Palle Hansen beskrev i sin *Vurderings- og Kalkulationsprincipper*, og som også ligger til grundlag for nationalregnskabs sondring mellem realstrømme og omvurderinger. Det behøves næppe at henvise nærmere til de bestræbelser, som er gjort i flere lande for at opstille inflationskorrigerede regnskaber. Disse vil føre til, at realistiske omkostningstal kommer frem for priskalkyler, gevinstresultat og beskatning. Medens en sådan ordning ikke har vundet almindelig indpas, hersker

der stærk tilbøjelighed til at fremvise nominel rente som reelle omkostninger og stille krav om priser og andre driftsvilkår på det grundlag. Misforståelser af denne art opstår let og spredes, således at det bliver vanskeligt at kæmpe mod inflationen og opretholde finansiell indeksering.

Skattesystemet blev dog ganske snart omformet i den ønskelige retning. For individer blev renteudgifter ikke længere fradragsberettiget, med undtagelse af renter på boliggyld inden for et bestemt maximum, og renteindkomster eller indekstillaeg heller ikke skattepligtige. For bedrifters vedkommende skal al nominal afkastning bogføres som driftsomkostninger, respektive indtægter, men derimod skal inflationsgevinst (-tab) vurderes i bestemt forhold til nettogæld (tilgodehavender), inklusive lagre, da disse ikke får skattefri opskrivning på anden måde. Fra regnskabsanalytisk synspunkt er dette ikke nogen ideel løsning, men tjener dog til at korrigere driftsresultatet groft set og fremme forståelsen af indekseringens reelle betydning.

Det kan dog ikke nægtes, at de reelle kapitalomkostninger i det lange løb tynges ved indekseringen gennem positiv realrente og afskrivninger af realanlæggets omvurderede beløb. Gensidige påvirkninger mellem inflation og indeksering kommer derved i søgelyset. Erhvervsinteresser og politikere hæfter gerne opmærksomheden ved den sædvane at ofre finansiell kapital på inflationens alter og betragter indekseringen fra den synsvinkel som et nyt forstyrrende element. Dette offer kunne vare så længe, bl.a. fordi sparerne ingen interessesammenslutning har i et pressionsgruppesamfund. Dog har man ikke kunnet mærke, at dette offer har fået inflationen til at svinde ind eller har forhindret den i at galopere videre. Konklusionen må blive den, at selv om finansiell indeksering og rente burde betragtes som omkostninger, så må der tages hensyn til den ligeså meget som til andre omkostninger.

Der forefindes dog andre fundamentale indvendinger mod at betragte renten som omkostninger. Lånefinansieringen indtager en passiv stilling overfor produktionsprocessen, men repræsenterer et krav på ejerindtægten, som er bestemt som residual. Overfor produktionen som omkostningsbærer må egenkapitalen have lige så gode krav på realafkastning, men på samme måde betinget af foretagendets rationelle dispositioner, som fremkalder gevinsten som residual. Denne betragtningsmåde, at finanskapitalen er et personligt mellemværende mellem aktive og passive kapitalejere og renten en slags transferering disse imellem, må ligge til grund for de Skandinaviske landes beslutning om ikke at føre renten direkte på produktionskonti i nationale regnskabet. Dette er yderligere berettiget ved, at inflationsbetonede renter kun delvis kan repræsentere en reel ydelse, men indeholder et element af omvurdering. Elegante argumenter for det syn, at renten udgør en rentabilitetsmålestok, istedet for at betragtes som omkostninger, findes i Jørgen



Pedersens *Pengeteori og pengepolitik*: »Svaret er, at Rentefoden overhovedet ikke indgår i Prisen paa varen« ... »Intet sted vil det være muligt blandt de Komponenter, der indgaar i en Pris, at finde Rente af Producentens Gæld« ... »Hvis Priskontrollen vil fastlægge Prisen efter Omkostningerne (ved given Produktionsstørrelse), vil den sige: Hvad vedkommer denne Post os, maa vi bede om at faa at vide, hvilke udgifter der skal erlægges for at opretholde Produktionsapparatets Ydelser i det til Produktionens nødvendige Omfang, d.v.s. Prisen på disse Ydelser«.

Når renten er stærkt negativ, svigter den som målestok for aktivitet og udgifter. Efterspørgselens styreinstrumenter er sat ud af spil, og den almindelige efterspørgsel tenderer mod at gå ud over rimelige grænser. Prisniveauet blir da ikke bestemt af helhedsomkostninger, inklusive renten, men af efterspørgselen set i forhold til direkte og variable omkostninger, hovedsagelig lønnen, som også udgør efterspørgselens hovedelement. Når denne process er kommet kraftigt i gang, som den har været gennem årtier i Island, høster foretagenderne stadige kapitalgevinster, som blandes sammen med driftresultatet og volder endnu videre forvrængning af rentabiliteten. Inflationen blir samtidig af omkostnings- og efterspørgselstypen. Rentens forhøjelse op over inflationsgraden vil under disse omstændigheder først reaktivere efterspørgselsstyrelsen og eliminere inflationens tilsvarende faktor, før man risikerer at omkostningsvirkninger får overtaget.

Inflationen tilintetgør finansiell kapital og forebygger udvikling, som er afhængig af større investeringer. Dette er grunden til at inflationen bekæmpes, eller at finansielle fordringer tilpasses inflationen under et indekseret system. Hvis man overhovedet driver et sådant system, ville det være ganske paradoksalt at undlade den fulde tilpasning af angst for en marginal forøgelse af inflationen. Skadevirkningen man vil undgå er da allerede sket.

Til trods for denne neutralisering af inflationen, er det ikke hævdet, at indeksering af sig selv vil sagtne farten eller standse den. Ophævelsen af hovedinteressen for inflation skulle dog forbedre mulighederne for aktiv indsats imod den.

### Litteratur

Guðmundsson, G. Áhrif vaxtastefnunnar (Rentepolitikens indflydelse). *Fjármálatíðindi* 26:3 (1979): 172-177.

Guðnason, E. Framkvæmd vaxtastefnunnar (Rentepolitikens udførelse). *Fjármálatíðindi* 26:3 (1979): 165-71.

Hansen, Palle. 1945. *Vurderings- og kalkulationsprincipper*: 75-80.

Jónsson B. B. Vaxtastefna og peningalegur sparnaður í verðbólguþróun (Rentepolitik og finansiell opsporing under inflation). *Fjármálatíðindi* 26:2 (1979): 96-127.

Pedersens *Pengeteori og pengepolitik*: »Svaret er, at Rentefoden overhovedet ikke indgår i Prisen paa varen« ... »Intet sted vil det være muligt blandt de Komponenter, der indgaar i en Pris, at finde Rente af Producentens Gæld« ... »Hvis Priskontrollen vil fastlægge Prisen efter Omkostningerne (ved given Produktionsstørrelse), vil den sige: Hvad vedkommer denne Post os, maa vi bede om at faa at vide, hvilke udgifter der skal erlægges for at opretholde Produktionsapparatets Ydelser i det til Produktionens nødvendige Omfang, d.v.s. Prisen på disse Ydelser«.

Når renten er stærkt negativ, svigter den som målestok for aktivitet og udgifter. Efterspørgselens styreinstrumenter er sat ud af spil, og den almindelige efterspørgsel tenderer mod at gå ud over rimelige grænser. Prisniveauet blir da ikke bestemt af helhedsomkostninger, inklusive renten, men af efterspørgselen set i forhold til direkte og variable omkostninger, hovedsagelig lønnen, som også udgør efterspørgselens hovedelement. Når denne process er kommet kraftigt i gang, som den har været gennem årtier i Island, høster foretagenderne stadige kapitalgevinster, som blandes sammen med driftresultatet og volder endnu videre forvrængning af rentabiliteten. Inflationen blir samtidig af omkostnings- og efterspørgselstypen. Rentens forhøjelse op over inflationsgraden vil under disse omstændigheder først reaktivere efterspørgselsstyrelsen og eliminere inflationens tilsvarende faktor, før man risikerer at omkostningsvirkninger får overtaget.

Inflationen tilintetgør finansiell kapital og forebygger udvikling, som er afhængig af større investeringer. Dette er grunden til at inflationen bekæmpes, eller at finansielle fordringer tilpasses inflationen under et indekseret system. Hvis man overhovedet driver et sådant system, ville det være ganske paradoksalt at undlade den fulde tilpasning af angst for en marginal forøgelse af inflationen. Skadevirkningen man vil undgå er da allerede sket.

Til trods for denne neutralisering af inflationen, er det ikke hævdet, at indeksering af sig selv vil sagtné farten eller standse den. Ophævelsen af hovedinteressen for inflation skulle dog forbedre mulighederne for aktiv indsats imod den.

### Litteratur

Guðmundsson, G. Áhrif vaxtastefnunnar (Rentepolitikens indflydelse). *Fjármálatíðindi* 26:3 (1979): 172-177.

Guðnason, E. Framkvæmd vaxtastefnunnar (Rentepolitikens udførelse). *Fjármálatíðindi* 26:3 (1979): 165-71.

Hansen, Palle. 1945. *Vurderings- og kalkulationsprincipper*: 75-80.

Jónsson B. B. Vaxtastefna og peningalegur sparnaður í verðbólguþróun (Rentepolitik og finansiell opsporing under inflation). *Fjármálatíðindi* 26:2 (1979): 96-127.

- Jónsson B. B. Verðtrygging fjármagns á Íslandi (Finansiel indeksering i Island). *Fjármálatíðindi* 25:1 (1978): 7-12.
- Pedersen, Jørgen. 1945. *Pengeteori og pengepolitik*. 2. udg.: 153-154.
- Seðlabanki Íslands. *Economic Statistics quarterly* 3:1 (1982). Indexation in the banking system: 1-3.
- Seðlabanki Íslands. *Ársrapportir* (på engelsk).