

104

ÄGANDE OCH INFLYTANDE I SVENSKT NÄRINGSLEV

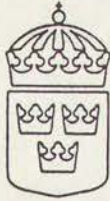
BILAGA 5

Avkastningen på några aktuella sparformer,
1975–85

SOU^{1988:38}

En expertrapport från ägarutredningen

Ref



Statens offentliga utredningar
1988:38
Industridepartementet

Ägande och inflytande i svenskt näringsliv Bilaga 5

Avkastningen på några aktuella
sparformer, 1975–85
av *Anne-Marie Pålsson*

En expertrapport från ägarutredningen

Beställningsadress:
Allmänna Förlaget
Kundtjänst
106 47 STOCKHOLM
08/739 96 30

Allmänna Förlagets bokhandel:
Informationsbokhandeln
Malmtorgsgatan 5, Stockholm

Beställare som är berättigade till remissexemplar eller friexemplar kan beställa sådana under adress:

Regeringskansliets förvaltningskontor
SOU-förrådet
103 33 Stockholm
Tel: 08/763 23 20 Telefontid 8.10–12.00 (externt och internt)
08/763 10 05 12.00–16.00 (endast internt)

Ägarutredningens förord

Ägarutredningen erhöll sommaren 1985 regeringens uppdrag att kartlägga förändringar i det svenska näringslivets ägar- och inflytandestruktur, att analysera förändringarnas orsaker och diskutera deras effekter. Som underlag för detta arbete har utredningen låtit forskare och experter utanför utredningens sekretariat genomföra ett antal studier. Huvuddelen av dessa publiceras i föreliggande form. Rapporterna har presenterats för utredningen, men författarna svarar själva för innehållet.

Stockholm i oktober 1988

Lennart Pettersson
ordförande

Rolf Skog
sekreterare

Innehåll

1. Inledning	7
2. Avkastningen på banksparande	7
3. Avkastningen på obligationer	9
3.1 Avkastningen på premieobligationer	10
3.2 Avkastningen på sparobligationer	14
4. Avkastningen på aktier	15
5. Avkastningen på lånefinansierade placeringar	18
6. Avkastningen på frivilligt försäkringssparande	20
6.1 Allmänt om försäkringars räntabilitet	22
6.2 Några enkla beräkningar av försäkringars räntabilitet	23
7. Avkastningen på fastigheter	26
8. Sammanfattning	29
Noter	31
Appendix 1. Illustration av de gjorda beräkningarna	33
Appendix 2. Illustration av "tillväxttrianglar"	39

1 Inledning

I denna framställning skall avkastningen på några olika sparformer beräknas. Beräkningarna kompliceras emellertid av att avkastningen skiljer sig åt med avseende på individens inkomst, skulder och övriga tillgångar. I syfte att förenkla dem tas därför ingen hänsyn till förmögenhetsskatten och det antas också att de i deklarationen tillåtna sparavdragen utnyttjats för andra syften. De sparformer som har studerats är bank, sparobligationer, premieobligationer, aktier (eller en representativ aktieportfölj), lånefinansierad placering, fastigheter samt frivilliga försäkringar. Beräkningarna omfattar perioden den 31 december 1974 till den 31 december 1985.

2 Avkastningen på banksparande

En rik flora av bankkonton står till buds för hushållen. Dessa skiljer sig åt vad beträffar räntan och möjligheten till uppsägning. I allmänhet gäller att desto längre uppsägningstid desto högre ränta erbjuds. Denna uppsägningstid innebär emellertid inte att pengarna är helt låsta. Förtida lyft är fullt möjliga men de är normalt sett förenade med extra uttagskostnader.

Tabell 1 visar räntevillkoren för ett kapitalräkningskonto med 12 månaders uppsägningstid. Det är den kontotyp som bortsett från skattspar- och allemanskonton erbjöd den bästa förräntningen under perioden¹. Värdena i tabellen anger den genomsnittliga räntan under respektive år och de anges i såväl nominella som reala termer för olika marginalskatteklasser.

Tabell 1 visar att den reala avkastningen på banktillgångar var negativ under samtliga år undantaget 1985, för marginalskatter över 40 procent. Det är således klart att banksparande för den studerade perioden gav en utomordentligt låg avkastning.

Tabell 1. Den årliga avkastningen på banktillgångar för olika marginalskatter, t

År	nominell ränta	real ränta				
		t = 0%	20%	40%	60%	80%
1975	7,14	-2,69	-3,99	-5,29	-6,60	-7,89
76	6,81	-2,33	-3,57	-4,81	-6,05	-7,30
77	8,50	-3,87	-5,38	-6,89	-8,38	-9,89
78	7,49	-0,01	-1,41	-2,80	-4,18	-5,58
79	7,61	-1,86	-3,25	-4,63	-6,01	-7,41
80	10,45	-2,89	-4,72	-6,56	-8,38	-10,23
81	10,83	1,32	-0,66	-2,64	-4,60	-6,59
82	10,40	0,47	-1,42	-3,32	-5,19	-7,09
83	9,02	-0,19	-1,83	-3,49	-5,12	-6,79
84	10,26 ¹	1,83	-0,06	-1,96	-3,84	-5,74
85	11,54 ²	5,63	3,44	1,25	-0,91	-3,10

1. Avser belopp större än halva basbeloppet.

2. Se punkt 1 ovan.

Källa: Sveriges Riksbank, Statistisk Årsbok och egna beräkningar.

I tabell 2 anges den genomsnittliga reala förräntningen efter skatt över en längre period. Beräkningarna har utförts så att jag undersöker hur en investering, gjord den 31 december under något av åren 1974-84, i bank på ett kapitalräkningskonto med 12 månaders uppsägning förräntar sig från investeringsåret fram till 1985. Det insatta beloppet plus ränta får med andra ord stå kvar på kontot från investeringstillfället till den 31 december 1985. Tabell 2 visar förräntningen på denna placering förutsatt att kontot sagts upp i vederbörlig ordning, se appendix 1 för en närmare redogörelse av beräkningarna.

Tabellen visar att banksparande var en dålig placering, men att dess villkor förbättrats under senare år. Hur dåligt banksparandet i själva verket var, kan belysas genom följande exempel. Antag att den betraktade personen varje år under perioden 1974-84 satte in 10000 kronor, i löpande priser, på sitt bankkonto. Sammanlagt hade detta sparande 1985 gett honom en förlust på ca 56000 kronor, uttryckt i 1985 års priser, förutsatt att hans marginalskatt var 40 procent.

Tabell 2. Den genomsnittliga årliga reala förräntningen efter skatt på banksparande

Investerings- period ¹	Genomsnittliga årlig real förräntning				
	t ² = 0%	20%	40%	60%	80%
1974-85	-0,45%	-2,72%	-3,76%	-5,38%	-7,09%
75-85	-0,22	-2,59	-3,61	-5,29	-7,01
76-85	0,01	-2,48	-3,47	-5,20	-6,98
77-85	0,51	-2,11	-3,04	-4,80	-6,61
78-85	0,58	-2,21	-3,08	-4,89	-6,76
79-85	1,00	-2,03	-2,81	-4,70	-6,65
80-85	1,79	-1,49	-2,05	-3,94	-5,91
81-85	1,91	-1,69	-1,90	-3,78	-5,74
82-85	2,40	-1,79	-1,42	-3,31	-5,29
83-85	3,71	1,76	-0,37	-2,39	-4,53
84-85	5,63	3,44	1,25	-0,91	-3,10

1. Investeringsperioden avser den 1 januari -31 december.

2. t avser marginalsatten.

Nu finns det i och för sig andra typer av banksparande som är förmånligare än det ovan diskuterade. 1978 infördes skattesparandet som 1984 ersattes av allemanssparandet. För dessa sparformer gäller att räntan, åtminstone upp till en viss nivå, är helt skattefri samt att storleken på det månatliga nysparandet är begränsat. Dessa förmånliga bestämmelser har emellertid inte kommit att förändra bankspararnas villkor på något avgörande sätt, därför att endast en mycket liten andel av hushållens banktillgångar omfattas av de förhållandevis gynnsamma villkoren. 1985 uppgick hushållens samlade banktillgångar till ca 320 miljarder kronor, av dessa fanns ca 17 miljarder på allemanskonton.²

3 Avkastningen på obligationer

Sparande i obligationer är den näst efter banksparande, mest populära sparformen³. Hushållen kan välja mellan att investera sina tillgångar i obligationer utgivna av staten eller i obligationer utgivna av privata företag. Jag begränsar framställningen till att enbart omfatta statsobligationer. Detta dels för att huvuddelen av hushållens transaktionerna, mätt i termer av nytillförda medel har skett i

statspapper och dels för att villkoren för statsobligationer är mer enhetliga än de som gäller för enskilda företags obligationslån.⁴

Två typer av statsobligationer finns tillgängliga för hushållen, sparobligationer och premieobligationer, varav premieobligationerna mött det största intresset. Hushållens premieobligationstillgångar var under 70-talet i stort sett dubbelt så stora som tillgångarna i sparobligationer⁵. Intresset för premieobligationer minskade dock något i början av 1980-talet, vilket kan vara en följd av de något ändrade skattereglerna som inte längre utan vidare medger kvittning av reaförluster på premieobligationer mot reavinster på aktier. Under senare år har dock intresset för denna sparform på nytt stigit.

3.1 Avkastningen på premieobligationer

En premieobligation kan liknas vid en lottsedel. Den ger ingen i förväg bestämd avkastning. Istället sker dragning två ibland tre gånger om året. Den eventuella vinsten som utfaller motsvarar avkastningen eller räntan på det investerade beloppet.

Eftersom det finns en väl utvecklad andrahandsmarknad för premieobligationer, kan dessa köpas och säljas vid valfri tidpunkt utan större transaktionskostnader. Dock kan säljaren få vidkännas vissa kapitalförluster(vinster) om obligationen säljs strax efter(före) en dragning. Om ägaren emellertid väntar med att lösa in obligationen tills dess att löptiden har gått ut, är han alltid garanterad dess nominella värde.

Köparen är också garanterad en viss minimivinst, förutsatt att han köper en hel serie, som tidigare omfattade 1000 obligationer till ett styckpris av 200 kronor. 1981 introducerades den sk storpremien på 20000 kronor som också garanterar denna minimivinst. Storleken på minimivinsten var 1985 2,5% av det nominella beloppet och den var skattefri. Småvinster, dvs de på 50 kronor, är också helt skattefria, medan övriga vinster beskattas med 20% oavsett vilken marginalsatt som vinnaren i övrigt betalar.

Tabell 3 visar villkoren för samtliga premieobligationslån som har emitterats sedan 1975. I tabellen anges löptid, antal dragningar per år, den förväntade avkastningen efter skatt, den garanterade avkastningen efter skatt vid köp av en hel serie samt storleken på minsta investering som ger garanterad vinst. Notera att vissa lån erbjuder en extra dragning under första året, vilket höjer avkastningen för det året. Tabellen anger då detta samt avkastningen under det första året och under de därpå följande åren.

Notera att den förväntade räntan (bortsett från det första året) för ett lån är densamma under lånets hela löptid. Det innebär att om räntan i samhället i övrigt är stigande, kommer avkastningen på premieobligationer relativt andra placeringsformer att försämrats. Detta justeras emellertid, under förutsättning att andrahandsmarknaden är perfekt, av köp- och säljkurserna. Det innebär att obligationskursen faller då räntan stiger så att den förväntade avkastningen på det satsade kapitalet är detsamma oavsett placering. Ägaren av premieobligationen gör m a o en kursförlust.

Tabell 3 visar att premieobligationerna inte erbjuder sina köpare några imponerande räntor. Trots det har alltså intresset för premieobligationer varit stort. Chansen till att vinna en högvinst har självklart bidragit till detta intresse även om utsikterna att vinna en sådan vinst är mycket liten. Men premieobligationer har också haft en annan användning som säkert påverkat dess popularitet. Kursförluster på premieobligationer kunde kvittas mot kursvinster på aktier. En person med kapitalvinster på aktier kunde köpa premieobligationer strax före en dragning. Den utfallande vinsten var bortsett från den ganska blygsamma vinstskatten skattefri. Obligationen såldes efter dragningen och den uppkomna kursförlusten kunde kvittas mot kursvinsten på aktier. Denna möjlighet att kvitta kursvinster på aktier mot kursförluster på premieobligationer har emellertid kraftigt begränsats under senare år.

Tabell 3. De allmänna villkoren för premieobligationslån utgivna sedan 1975.

lån	löp-tid	antal dragningar	garante-rad ut-delning efter skatt	genomsnittlig förräntning efter skatt		minsta investering för garanterad vinst
				år 1	år 2	
75 I	10år	2	2,0%	5,32%		200000
II	10	3/2	2,45/2,0	6,82	5,32	200000
III	10	3/2	2,45/2,0	7,10	5,60	200000
76 I	10	2	2,0	5,68		200000
II	10	3/2	2,35/2,0	7,19	5,68	200000
III	10	2	2,0	5,68		200000
77 I	10	2	2,0	5,96		200000
II	10	3/2	2,35/2,0	7,59	5,96	200000
III	10	2	2,0	5,96		200000
78 I	10	3/2	2,0	7,42	5,97	200000
II	10	2	2,0	5,97		200000
III	10	3/2	2,0	6,50	5,97	200000
79 I	10	2	2,4	6,0		200000
II	10	3/2	3,1/2,4	8,02	6,0	200000
III	10	2	2,4	6,0		200000
80 I	10	2	2,4	6,48		200000
II	10	3/2	3,23/2,4	8,64	6,48	200000
III	10	2	2,4	6,48		200000
81 I	5	2	2,0	7,40		20000
82 I	5	3/2	2,5/2,0	8,60	7,40	20000
II	5	2	2,0	7,40		20000
III	5	3/2	2,0	8,60	7,40	20000
83 I	5	3/2	2,5	9,30	7,50	20000
II	5	3/2	2,5	8,40	7,50	20000
III	5	2	2,5	7,50		20000
84 I	5	2	2,5	7,50		20000
II	5	3/2	2,5	8,40	7,50	20000
III	5	2	2,5	7,50		20000
85 I	6	2	2,5	7,50		20000
II	6	3/2	2,5	9,35	7,50	20000
III	6	2	2,5	7,50		20000

Källa: Riksgäldskontoret

Om vi bortser från förekomsten av eventuella skattetekniska fördelar, är då en investering i premieobligationer ett lönsamt sätt att placera pengar på? I syfte att undersöka detta betraktas en person som intar en aktiv roll som placerare. Det innebär att han köper och säljer obligationer så att han ständigt har sina tillgångar placerade i det lån som ger den högsta förväntade avkastningen. Vid varje dragning antas han erhålla den vinst som motsvarar den genomsnittligt förväntade. Vidare antas att hans transaktioner sker utan att kursvinster eller kursförluster uppstår samt att utfallande vinst successivt placeras i nya premielån⁶. Tabell 4 visar resultatet av dessa spekulationer. Notera att resultatet är oberoende av individens skatt. Vinstskatten är densamma för alla, dvs 20%.

Tabell 4 visar att en satsning på premieobligationer med de här givna förutsättningarna, gav en negativ förräntning. Dock ger den jämfört med banksparandet en något bättre avkastning, speciellt för de högre skatteklasserna. Med samma räkneexempel som tidigare kom en person som satsade 10000 kronor årligen i premieobligationer att sammanlagt förlora ca 25000 kronor uttryckt i 1985 års priser.

Tabell 4. Den genomsnittliga årliga reala förräntningen efter skatt på premie- och sparobligationer, 1974-85

Premieobligation			Sparobligationer			
Marginalskatt	alla	0%	20%	40%	60%	80%
1974-85	-2,7%	-1,4%	-2,2	-3,0%	-3,9%	-4,9%
75-85	-2,5	-0,9	-1,7	-2,6	-3,4	-4,4
76-85	-2,5	-0,7	-1,6	-2,5	-3,6	-4,6
77-85	-2,0	-0,3	-1,3	2,36	-3,3	-4,4
78-85	-2,1	0	-1,0	-1,6	-3,0	-4,1
79-85	-1,9	1,7	0,5	-0,7	-2,0	-3,4
80-85	-0,9	4,0	2,4	0,8	-0,9	-2,6
81-85	-0,7	5,1	2,7	2,2	0,7	-0,8
82-85	-0,2	6,0	4,9	2,9	1,3	-0,3
83-85	0,6	6,9	5,2	3,7	2,1	0,5
84-85	1,5	7,9	6,1	4,5	2,7	1,0

3.2 Avkastningen på sparobligationer

Köp av sparobligationer ger köparen en fast och i förväg bestämd ränta. Dessa ränteinkomster skall beskattas. Dessutom erhåller ägaren en skattefri bonus som normalt sett utbetalas nära obligationens förfallodag. Någon fungerande andrahandsmarknad för sparobligationer finns inte, men om ägaren vill lösa in sin obligation i förväg går det bra, under förutsättning att inlösen sker till riksgäldskontoret. Det behövs ingen uppsägningstid. Säljaren erhåller vid försäljningen det nominella värdet plus eventuell upplupen ränta. Däremot går han miste om den skattefria bonusen, som kan vara betydande.

Den presumtive köparen är också begränsad uppåt och nedåt vad avser investeringens storlek. Varje person, även barn, får köpa obligationer för minst 1000 kronor och mest 50000 kronor. Detta gäller för obligationer som tillhör samma lån och uppgifterna gäller för 1985.

Löptiden och övriga villkor varierar ganska kraftigt mellan de olika obligationslånen. Dessa olikheter belyses av tabell 5 som anger villkoren för samtliga sparobligationslån som utgivits sedan 1974.

Lönsamheten för en placering i sparobligationer kan nu beräknas. I motsats till premieobligationsfallet, betraktar jag nu en person som intar en passiv roll som placerare. Det innebär att han innehar sin obligation till dess att löptiden har gått ut, då byts den mot ett nytt lån och liksom tidigare antas räntan successivt återinvesteras i nya sparobligationer⁷. Tabell 4 visar resultatet av denna typ av placering.

Tabell 4 visar att också en placering i sparobligationer gav en negativ avkastning⁸ om marginals-katten var större än 40%. Jämfört med premieobligationer ger därför sparobligationer en något högre avkastning för hushåll med låga marginals-katter. Utfallet för en person som sparade 10000 kronor årligen var ca 0 kronor om marginals-katten var 40 procent och ca -22000 för en med 60 procents marginals-katt. Det förtjänar också att påpekas att villkoren för sparande i sparobligationer förbättrats under senare år. Tabellen visar att den var positiv även för hushåll med hög marginals-katt. Förbättringen avspeglar sig också i att löptiden på obligationslånen successivt förkortats och att den skattefria bonusens andel av

avkastningen ökat, vilket i första hand gynnat hushåll med lite högre skatt.

Tabell 5. Villkor för statens sparobligationslån, 1974-85

Lån	löptid	fast ränta	bonus	fast ränta + bonus
74 ¹	1.1 75 - 1.12 81	7%	2%	9%
75 ²	1.1 76 - 1.3 83	6,5	3,5	10
76 ³	1.1 77 - 1.11 83	7,5	3	10,5
77	1,1 78 - 1,11 84	7,5	3	10,5
78	1.1 79 - 1.11 85	7	4	11
79	1.1 80 - 1.5 86	8,5	4,5	13
80	1.1 81 - 1.1 86	11	3,6	14,6
80 extra ⁴	1.8 80 - 1.1 84	11	3,5	14,5
81	15.12 81 - 1.12 86	9	6	15
81 extra	1.5 81 - 1.5 84	11	4	15
82 vår	1.5 82 - 1.5 87	9	5,75	14,75
82 höst	1.1 83 - 1.1 88	9	5,87	14,87
83 vår	20.5 83 - 30.7 88	8.5	5,75	14,25
83 höst	1.12 83 - 1.12 88	8,5	5,75	14,25
84 vår	1.6 84 - 1.12 89	8,5	4,88	13,38
84 höst	1.1 85 - 1.5 90	9	4,85	13,85
85 vår	21.5 85 - 1.2 89	8,5	5	13,5
85 höst	1.1 86 - 1.4 91	9	5,08	14,08

1. Förlängning under 1.12 81 - 1.12 86 med samma villkor som 1981 års lån.
2. Förlängdes under perioden 1.3 83 - dec 87 med samma villkor som varlånet 1982.
3. Förlängdes under perioden 1.11 83 - 1.11 88 med samma villkor som varlånet 1983.
4. Förlängdes under perioden 1.1 84 - 1.1 89 med samma villkor som vår- och höstlånet 1983.

Källa: Riskgäldskontoret

4 Avkastningen på aktier

Sparande i aktier är förenat med vissa risker. Tabell 6 visar att aktiekurserna varierat kraftigt, inte bara över tiden utan även mellan olika brancher. Utvecklingen fram till 1979 var svag. Den reala tillväxten av aktiekursen var negativ, för såväl totalindex, som för de flesta enskilda gruppens index.

Bilden är emellertid en annan om istället utvecklingen fram till 1985 betraktas. Samtliga index visar nu på en värdestegring, som i nominella termer uppgår till i genomsnitt 15 procent på årsbasis. Till denna värdestegring skall dessutom läggas direktavkastningen. Den är visserligen vanligtvis låg, eftersom det är en dyr avkastning, den beskattas både hos det utdelande företaget och hos aktieägaren, men den bidrar ändå till att höja den effektiva förräntningen.

Tabell 6. Förändringen av aktieindex för samtliga aktier och för olika aktiegrupper, 1974-85.

Aktie	genomsnittlig förräntning			
	nominell		real	
	1974-79	1974-85	1974-79	1974-85
totalindex	-0,2%	15,2%	-10,1	5,6
verkstäder	-5,7	13,9 ¹	-15,6	4,3 ²
metall- och bruksföretag	1,7		-8,2	
kemisk industri	7,0	27,9	-2,9	18,3
skogsindustri	-5,8	13,8	-15,7	4,2
övrig tillverkningsindustri	8,8	12,5	-1,1	2,9
fastighets- och byggföretag	20,5	22,6	10,6	13,0
handelsföretag	-0,1	14,2	-10,0	4,6
rederier	-13,1	0	-23,0	-9,6
utvecklingsbolag	-4,0	12,8	-13,9	3,2
förvaltningsbolag	5,7	17,4	-4,2	7,8
banker	6,5	17,0	-3,4	7,4

1. Avser perioden 1972 till 1985. Fr o m 1984 har gruppen metall- och bruksföretag förts till verkstäder. Därför kan den aktuella siffran inte beräknas.

2. Se punkt 1 ovan.

Källa: Veckans affärers aktieindex

Tabell 7 visar hur denna placeringsform ser ut avkastningsmässigt om hänsyn också tas till effekterna av direktavkastning⁹. I tabellen anges för en marginalsatt på 0 procent dels den årliga procentuella förändringen av aktieprisindex (som skall tolkas som en värdestegring) och dels den årliga direktavkastningen. Som jämförelse anges också den procentuella förändringen av konsumentprisindex.

Tabell 7. Den årliga nominella förräntningen på aktier med 0-procents marginals katt

År	Direkt- avkastning (1)	+	Värde- stegring ¹ (2)	=	Total avkastning (3)	Inflation ²
1975	4,8%		29,4%		34,2%	10,1%
76	6,4		0,7		7,1	9,4
77	6,5		-16,4		-9,9	12,9
78	5,5		16,8		22,3	7,5
79	6,1		0,5		6,6	9,7
80	3,1		22,8		25,9	13,7
81	4,1		57,7		61,8	9,4
82	3,3		36,3		39,9	9,9
83	3,6		65,2		68,8	9,2
84	3,3		-12,3		-9,0	8,3
85	3,7		25,2		28,9	5,6

1. Avser den procentuella förändringen av aktieprisindex.

2. Avser den procentuella förändringen av det långsiktiga konsumentprisindex.

Källa: Veckans affärers affärsprisindex, SM N 10 SM 8501, SM K 11 SM 8501 och SM P 15 8701

Förräntningen på en längre investering i aktier skall också beräknas. I beräkningarna tänker jag mig i enlighet med tidigare resonemang en person som placerar sina pengar i en aktieportfölj, vars prisutveckling antas följa genomsnittligt aktieprisindex¹⁰ samt att all utdelning återinvesteras i nya aktier. Då aktierna realiserar i slutet av 1985 tillämpas den sk 40 procentsregeln vid beräkningen av realisationsvinstskatten. Det innebär att 40 procent av vinsten tas upp till beskattning för aktier som ägts i mer än två år. För övriga aktier skall hela vinsten beskattas. Direktavkastningen beskattas årligen i förhållande till den skatt som individen i övrigt betalar.

Tabell 8. Den genomsnittliga årliga reala förräntningen på investeringar i aktier under perioden 1974-85

	marginalskatt				
	0%	20%	40%	60%	80%
1974-85	12,5%	10,9%	9,6%	7,9%	6,2%
1975-85	11,2	9,6	7,9	5,2	3,4
1976-85	13,1	11,8	10,1	7,8	6,0
1977-85	18,3	16,5	14,7	12,7	10,7
1978-85	18,9	16,9	15,0	12,9	10,8
1979-85	22,9	20,8	18,7	16,5	14,2
1980-85	25,4	22,9	20,5	18,0	15,3
1981-85	19,9	17,2	14,5	11,7	8,8
1982-85	17,2	12,8	10,8	7,4	4,0
1983-85	1,4	-0,7	-2,1	-3,7	-5,4
1984-85	22,9	17,3	11,6	6,1	0,3

Tabell 8 visar att varje krona som investerades i den tänkta aktieportföljen under åren 1974-84 gav placeraren en vinst då aktierna realiserades 1985. Denna vinst var dessutom betydande. En person som exempelvis årligen tillförde 10 000 kronor i nya aktier kunde 1985 kvittera ut en vinst på ca 190 000 kronor om marginalskatten var 60 procent och hela 366 000 om marginalskatten var 0 procent.

Tilläggas skall kanske också att avkastningen på skattesubventionerat fondsparande (skatte/allefondssparande), som idag svarar för en betydande andel av hushållens totala aktietillgångar, motsvaras av de värden som ges av kolumn 1 där marginalskatten är 0 procent¹¹

5 Avkastningen på lånefinansierade placeringar

I beräkningar av lånefinansierade placeringars förräntning antas att den valda tillgångens prisutveckling följer inflationen samt att ingen reavinst utgår vid försäljningen 1985. Räntan antas motsvara diskonto + 2,5 procent, vilket är en räntesats som approximativt gällde för affärsbankernas lån till allmänheten mot säkerhet och den betalas i efterskott. I kalkylerna har räknats med två olika amorteringstakter. I fall a) amorteras lånet löpande i en sådan takt att hela lånet är återbetalt 1985. I fall b) sker däremot inga amorteringar, vilket innebär att lånet i sin helhet återbetalas 1985.

Tabell 9 visar den genomsnittliga reala förräntningen av dessa transaktioner under åren 1974-85 för några olika marginalskatter.

Tabell 9a. Den genomsnittliga årliga reala förräntningen på skuldsättning, dvs på en lånefinansierad investering med löpande amorteringar

marginalskatt	0%	20%	40%	60%	80%
1974-85	0%	1,8%	3,4%	4,8%	6,0%
75-85	-0,7	1,3	3,0	4,5	5,8
76-85	-0,5	1,4	3,0	4,5	5,8
77-85	-1,4	0,5	2,3	3,8	5,2
78-85	-1,2	0,7	2,4	4,0	5,4
79-85	-1,6	0,4	2,2	3,9	5,4
80-85	-2,9	-0,8	1,1	2,8	4,4
81-85	-2,2	-0,5	1,3	2,9	4,4
82-85	-2,4	-0,6	1,1	2,7	4,3
83-85	-3,6	-1,7	0,2	2,0	3,8
84-85	-7,2	-4,6	-2,1	0,5	3,0

Tabell 9b. Den årliga reala genomsnittliga förräntningen på skuldsättning, dvs på en lånefinansierad placering, utan löpande amortering

marginalskatt	0%	20%	40%	60%	80%
1974-85	-1,6%	1,8%	4,3%	6,4%	8,1%
75-85	-2,1	2,2	4,0	6,1	8,0
76-85	-2,4	1,0	3,7	6,0	7,9
77-85	-3,5	0,1	2,9	5,3	7,3
78-85	-3,3	0	2,9	5,3	7,5
79-85	-3,9	-0,5	2,5	5,0	7,3
80-85	-5,1	-1,7	1,2	3,9	6,3
81-85	-4,4	-1,5	1,2	3,7	6,1
82-85	-4,5	-1,8	0,8	3,2	5,5
83-85	-5,4	-4,1	-1,3	1,5	4,3
84-85	-7,2	-4,6	-2,1	0,5	3,0

Tabell 9a) och b) visar att transaktionerna i stort sett gick jämnt upp för en person med 20 % i skatt, men att skuldsättning med dessa villkor var en bra affär för hushåll med högre marginalskatt. Detta trots att beräkningarna ovan sannolikt är i underkant. Lägre räntor, vilket ofta gäller för statligt belånade småhus, ökar nettot avsevärt. Längre amorteringstider och gynnsammare prisutveckling på det investerade objektet resulterar också i en högre avkastning. Men

tabellerna visar också att lönsamheten i skuldsättning sjönk på 80-talet. Stigande nominella räntor och fallande inflationstakt förklarar detta.

Lönsamheten i skuldsättning kan belysas genom att vi återgår till det tidigare använda exemplet, och nu istället låter hushållet låna 10 000 kronor årligen som placeras i realtillgångar och där i övrigt samma förutsättningar gäller som ovan, kommer vinsten på dessa transaktioner att uppgå till ca 65000 kronor i 1985 års priser om marginals-katten är 80 procent och ingen löpande amortering sker. Motsvarande siffra, om marginals-katten istället är 0 procent, är -19 000 kronor.

6 Avkastningen på frivilligt försäkringssparande

Det frivilliga försäkringssparandet indelas i två kategorier, pensions- och kapitalförsäkringar, varav hushållens tillgångar i pensionsförsäkringar svarar för merparten eller ca 75 procent av de totala försäkringstillgångarna.

Kapitalförsäkringar innebär att premien betalas av beskattade medel och att försäkringsbeloppet är skattefritt då det faller ut. Avkastningen eller tillväxten på försäkringsbeloppet beskattas hos företaget, dvs försäkringsgivaren, under tiden innan försäkringen betalas ut. För den aktuella perioden har avkastningen beskattats med i genomsnitt 30 procent men denna siffra har höjts något under senare år.

Pensionsförsäkringar innebär å andra sidan att premierna betalas med obeskattade medel, men att försäkringsbeloppet beskattas hos försäkringstagaren då det faller ut. Fram till 1975 kunde obegränsade premier dras av från den beskattningsbara inkomsten. Bestämmelserna idag är inte lika generösa. Individen tillåts endast dra av ett belopp motsvarande ett basbelopp eller 10 % av inkomsten. För egenföretagare gäller delvis andra och mer fördelaktiga villkor.

Inbetalningen av premierna kan ske enligt två principer, engångsinbetalda eller löpande helårsinbetalda. Utbetalningarna kan också ske enligt två principer, de kan betalas ut som en klumpsumma vid en i förväg bestämd tidpunkt. Men de kan också betalas ut som månatliga belopp i efterskott. Storleken på dessa belopp bestäms i förväg liksom under hur många år försäkringen skall betalas ut. Klumpsummeutbetalningar kan endast göras av kapitalförsäkringar medan löpande utbetalningar kan göras av båda försäkringsslagen.

Försäkringstagaren kan också välja om försäkringen skall vara personlig eller om den skall innehålla en sk familjegaranti. Är den personlig faller beloppet ut på den som har tecknat försäkringen. Om vederbörande avlider innan beloppet faller ut, kan försäkringen inte överlåtas på någon annan. En försäkring med familjegaranti innebär å andra sidan att försäkringsbeloppet betalas ut till efterlevande om försäkringstagaren dör.

Förutom det i förväg bestämda försäkringsbeloppet, kan försäkringstagaren räkna med en viss återbäring. Detta förklaras av att relationen mellan in- och utbetalningar regleras av bestämmelser från 1964 då man räknade med en räntesats på 3-4%. Idag är räntan betydligt högre, varför utbetalningarna också blir större. Men problemet är att försäkringstagaren inte vet i förväg hur stor återbäringen blir. Storleken på denna bestäms dels av marknadsrelaterade faktorer som det allmänna ränteläget, den framtida inflationstakten och den förda kreditpolitiken och dels av det enskilda bolagets placeringsskicklighet. Tabell 10 visar den genomsnittliga räntesatsen (före avdrag för driftskostnader men efter bolagsskatten) som har använts vid förräntning av pensions- och kapitalförsäkringars tillgodohavanden (det sk tekniska värdet) hos de största bolagen. Dessa räntesatser fastställs en gång per år och de varierar något mellan de enskilda bolagen.

Tabell 10. Räntesatser för återbäringsändamål inom individuell livförsäkring

Skattekategori	Försäkringsår som börjar under år						
	79	80	81	82	83	84	85
Kapitalförsäkring (K)	6,43%	7,04	7,68	8,50	9,21	9,36	11,04
Pensionsförsäkring (P)	9,01%	9,56	10,43	11,49	12,77	13,13	15,42

1. Tabellvärdena bygger på återbäringen från följande bolag, Folksam, Trygg-Hansa, Skandia, Valand, Vegete och RKA. I siffran för 1985 ingår också Ansvar och LF liv.

Källa: Försäkringsbranchens serviceaktiebolag

Tabell 10 visar att återbäringen successivt ökat under perioden. Detta kan delvis förklaras av att försäkringsbolagen efter kreditmarknadens avreglering blivit avsevärt mycket friare i sin placeringspolitik.

6.1 Allmänt om försäkringars räntabilitet

En försäkrings förräntning bestäms emellertid också av individuella faktorer som försäkringstagarens livslängd, storleken på de framtida inkomstskatterna och på vilken försäkringsform som valts. Det innebär att det är oerhört svårt att göra några beräkningar av försäkringars avkastning. Men några allmänna reflexioner kan i alla fall göras.

För det första kommer, under förutsättning att inflationen under perioden då försäkringen betalades in översteg 3-4%, de flerårsinbetalda försäkringarna att ge en högre förräntning än de engångsinbetalda pensioner. Detta följer av att in och utbetalningarna regleras utifrån antagandet att räntan är 3-4%. De totala kostnaderna kommer därför att överensstämma för de olika inbetalningssättet om diskonteringsfaktorn är av denna storleksordning. Eftersom inflationen i verkligheten var betydligt högre under den aktuella perioden, ger de engångsinbetalda försäkringarna ett sämre utfall än de andra.

För det andra förräntar pensionsförsäkringar sig bättre än kapitalförsäkringar. Detta av två skäl. Pensionsförsäkringar ger för det första en skatterabatt och storleken på den beror på förhållandet mellan individens skatt då premierna betalas in och då försäkringen betalas ut. För det andra är pensionsförsäkringar gynnsammare eftersom dessa endast beskattas en gång, då de faller ut. I tabell 10 avspeglar sig detta genom att förräntingen på pensionsförsäkringar genomgående är högre än motsvarande för kapitalförsäkringar.

För det tredje är klumpsummeutbetalda försäkringar att föredra under inflationstider. Detta förklaras enkelt av att de i löpande månadsutbetalda ingår ett fast belopp vars storlek inte är inflationsskyddat. Denna del minskar således i värde om inflationen är större än noll, förutsatt att återbäringen inte är så hög att den också täcker inflationsförlusterna.

6.2 Några enkla beräkningar av försäkringars räntabilitet

Kapitalförsäkringar

Dessa resonemang skall illustreras av några enkla beräkningar. Två typer av kapitalförsäkringar har granskats; D65E och D65. Båda dessa innehåller familjegaranti och de betalas ut då försäkringstagaren når en ålder av 65 år eller till hans efterlevande om han avlider innan han fyllt 65 år. Vidare sker utbetalningarna i båda fallen som en klumpsumma, där det utbetalda beloppet är 100 000 kronor plus återbäring. Skillnaden mellan dem ligger i att D65E är en engångsinbetald försäkring medan D65 är en försäkring där inbetalningarna sker löpande helårsvis.

I syfte att jämföra försäkringarna tänker vi oss en 50-årig man som 1971 tecknade en försäkring som faller ut till betalning 1986. Som jämförelse betraktas också en man som 1968 tecknade en försäkring som föll ut till betalning 1983. Tabell 11 visar den årliga reala genomsnittliga förräntningen på denna investering för de båda försäkringstyperna.

Tabell 10. Den genomsnittliga årliga reala förräntningen på några kapitalförsäkringar

Försäkring	1968-83	1971-86
D 65E (engångsinbetalad)	-3,5%	-2,3%
D 65 (flerårsinbetalad)	-2,9	-1,6

Källa: Försäkringsinspektionen och egna beräkningar

Dessa grova beräkningar visar att kapitalförsäkringar gav en dålig förräntning, men att de flerårsinbetalda i enlighet med a priori förväntningar gav ett mindre dåligt resultat jämfört med de engångsinbetalda. Tabellen visar också att försäkringsperioden 1971-86 gav ett bättre resultat än 1968-83. Detta kan förklaras av att bolagens interna förräntning enligt tabell 10 ökat under senare år samtidigt som inflationstakten avtagit. Den observerade negativa avkastning kan emellertid för vissa försäkringstagare uppvägas av andra fördelar som kapitalförsäkringar erbjuder. De kan för det första återköpas i förtid, de kan för det andra belånas, de belastar för det tredje inte den beskattningsbara förmögenheten och de ger för det fjärde vissa skattemässiga fördelar vid arv och gåva (endast det tekniska värdet skall då tas upp). Slutligen ger försäkringen ett försäkringsskydd som i rimlighetens namn också har ett pris.

Pensionsförsäkringar

Förräntningen på pensionsförsäkringar är besvärligare att kalkylera. Den varierar under i övrigt lika villkor från en individ till en annan dels på grund av att individernas skattesituationer kan skilja sig åt och dels på grund av att individerna lever olika länge.

Tre typer av pensionsförsäkringar har studeras; EL65H20, RER65ETEMP10 och R65. Samtliga dessa försäkringar betalas ut då försäkringstagaren fyller 65 år och i form av månatliga utbetalningar i efterskott om 1000 kronor plus återbäring. De två förstnämnda innehåller familjegaranti så att de betalas ut till efterlevande under maximalt 20 respektive 10 år om försäkringstagaren avlider. EL65H20 och R65 betalas ut så länge individen lever medan RER65ETEMP10 betalas ut 10 år oavsett om försäkringstagaren lever eller ej.

I syfte att kalkylera förräntningen antas liksom tidigare att en 50-årig man tecknar en försäkring 1971 som fallet ut till betalning 1986. Som jämförelse betraktas en annan man som tecknade en försäkring 1968 som föll ut till betalning 1983.

Tabell 12. Den årliga genomsnittliga reala förräntningen på vissa pensionsförsäkringar¹

Försäkring	Skatte-situation ²	1968-83		1971-86	
		(1)	(2)	(1)	(2)
EL65H20 ³	} te = tf	-1,3	-2,5	0,7	-0,4
RER65TEMP10 ⁴		-1,4	-3,3	0,8	-0,1
R65 ⁵		-3,1	-3,5	-0,7	-1,4
EL65H20	} te = 0,5	4,5	3,6	5,5	4,3
RER65TEMP10		4,8	2,7	7,2	6,2
R65		3,0	2,5	5,6	4,8

1. Beräkningarna baseras på att den framtida inflationstakten är 4 procent. I kolumn a) anges den genomsnittliga årliga reala förräntningen om återbäringens storlek är reellt skyddad i kolumn b) anges motsvarande värde om återbäringen är nominellt skyddad. På återbäringen används ett genomsnittligt värde för de fem största livförsäkringsbolagen, Folksam, Trygg-Hansa, Liv-Göta, Skandia och Valand.

2. te betecknar individens skatt efter det att försäkringen betalats ut och tf före försäkringen betalas ut.

3. Försäkringen antas betalas ut under exakt 20 år. Återbäringen har här beräknats som den genomsnittliga före och efter dödsfall.

4. Försäkringen betalas ut under 10 år, i övrigt gäller samma villkor som under punkt 3.

5. Försäkringen antas här betalas ut under exakt 10 år, se i övrigt punkt 3.

Källa: Försäkringsinspektionen och egna beräkningar.

De redovisade resultaten visar att sparande i pensionsförsäkringar under realistiska antaganden gav en positiv förräntning. Vi ser också att denna sparform i första hand gynnar hushåll med höga inkomster/skatter. Resultatet ökar kraftigt då skatterabatten ökar dvs då skillnaden är mellan skatten då premierna betalas in och skatten då försäkringen betalas ut ökar. Den genomsnittliga realräntan är också för de alternativ jag har räknat med överraskande hög.

Tabell 12 visar också att pensionsförsäkringar ger en högre förräntning jämfört med kapitalförsäkringar. Detta även i det fall då inga skatterabatter förekommer, dvs då skatten då premierna betalas in är lika stor som skatten då försäkringen betalas ut. Den observerade skillnaden mellan kapital- och pensionsförsäkringars förräntning kan förklaras av det faktum att avkastningen på kapitalförsäkringar beskattas extra hos försäkringsbolaget, så är ej fallet med pensionsförsäkringarnas avkastning.

7 Avkastningen på fastigheter

Investeringar i fastigheter har traditionellt sett spelat en betydande roll för hushållens ekonomiska överväganden. Merparten av hushållens tillgångar finns i fastigheter och den övervägande delen av hushållens sparande bestod under 70-talet av investeringar i egna hem. Under 80-talet har emellertid nyinvesteringarna i egna hem varit mycket små.

Fastigheters förräntning är i princip av två slag. För det första kan fastighetsägaren räkna med en viss real värdestegring. Storleken på denna beror på husets beskaffenhet, belägenhet och skötsel. Värdestegringen beror emellertid också på utformningen av den ekonomiska politiken. Fram till 1981 utvecklades fastighetspriserna snabbare än konsumentpriserna. Detta var sannolikt en följd av de obegränsade avdragsmöjligheter för ränteutgifter som resulterade i låga boendekostnader i egna hem. Dessa avdragsmöjligheter har emellertid begränsats under senare år med den påföljden att fastighetspriserna under 1980-talet utvecklats långsammare än konsumentpriserna. Tabell 13 belyser detta. I tabellen visas utvecklingen av K/T-index som är kvoten mellan köpeskillingskoefficienten och taxeringsvärdet. Om taxeringsvärdet hålles konstant kan detta mått tjäna som en indikator på fastigheters prisutveckling.¹² I tabellen anges detta index för såväl småhus (permanenthus och fritidshus) och hyresfastigheter. I tabellen anges också för jämförelsens skull den allmänna prisutvecklingen.

Tabell 13. Utvecklingen av köpeskillingskoefficienten för småhus och hyreshus¹ samt det långsiktiga konsumentprisindex.²

År	småhus permanent- hus	småhus fritids- hus	aggr. småhus- index ³	hyreshus	Konsument- prisindex
1972	100	100	100	100	100
73	109	110	109	108	108
74	114	122	115	109	119
75	138	150	140	111	131
76	160	184	164	118	143
77	183	219	188	120	162
78	207	251	214	134	174
79	227	275	234	143	190
80	235	286	243	162	217
81	233	287	241	163	237
82	235	298	245	187	260
83	235	306	246	188	284
84	244	318	255	205	307
85	254	334	266	235	325

1. Bas = 1970 års taxeringsvärden.

2. Avser decembersiffran.

3. Vikter 0,85 för permanenthus och 0,15 för fritidshus.

Källa: P16 SM8506, SM P 1984:10 P 15 SM 8601

Hushållen kan också förutom denna värdestegring räkna med en viss avkastning i termer av fastighetens nyttjandevärde. Statistiska centralbyrån har uppskattat storleken nyttjandevärdet för småhus och dessa anges i tabell 14. Men investeringar i fastigheter medför också vissa kostnader som har approximerats av kapitalförslitningen, vilka också anges i tabellen tillsammans med ett uppskattat värde på hushållens samlade tillgångar i småhus.¹³

Tabell 14. Hushållens fastighetstillgångar, dess nyttjandevärde och dess kapitalförslitning, 1974-85.

År	%förändring av köpeskil- lingskoef. ¹	Samlade fastighets- tillgångar 10 ³ kr	Nyttjandevärde		Kapitalförslitning	
			10 ³ kr	%	10 ³ kr	%
75	21,4%	299	17,6	5,9%	7,2	2,4%
76	17,0	350	20,3	5,8	8,3	2,4
77	15,1	402	22,9	5,7	9,6	2,4
78	13,4	456	26,7	5,9	11,1	2,4
79	9,7	501	30,0	6,0	12,5	2,5
80	3,6	519	33,9	6,5	14,8	2,9
81	-0,7	515	38,6	7,5	16,6	3,2
82	1,4	522	44,7	8,6	18,2	3,5
83	0,5	525	49,8	9,5	20,2	3,8
84	3,8	545	54,4	10,0	22,3	4,1
85	4,3	568	59,1	10,4	24,0	4,2

1. En approximation för den procentuella förändringen i fastighetstillgångarna, beräknad som den procentuella förändringen av det aggregerade köpeskillingsindex i tabell 13.

Källa: Tabell 11 och SM N 1984:10.

Två beräkningar av fastigheters reala avkastning har gjorts. I den första tas ingen hänsyn till kapitalförslitningen medan så är fallet i den andra beräkningen. Däremot tas i beräkningarna inte hänsyn till att en viss del av taxeringsvärdet skall tas upp till beskattning, vilket bidrar till att sänka nyttjandevärdet och därmed förräntningen. Beräkningarna har utförts så att jag låter en person investera ett belopp i fastigheter under åren 1974-84 och beräknar sedan behållningen 1985 då fastigheten säljs. Det investerade beloppet räknas upp med en faktor motsvarande köpeskillingskoefficienten. Jag antar också att ingen reavinst utgår vid försäljningen. Nettot av nyttjandevärdet och den årliga kapitalförslitningen diskonteras slutligen till nuvärde (=1985 års priser). Tabell 15 anger resultatet av dessa beräkningar.

Tabellen visar att förräntningen på fastigheter över en längre period inte är anmärkningsvärt hög, åtminstone är detta fallet då kapitalförslitning inkluderas. För en investering som sträcker sig över hela perioden uppgick den genomsnittliga årliga förräntningen med de givna antaganden till ca 2,7 procent. Vilket kan jämföras med den genomsnittliga årliga reala tillväxten för BNP som för perioden uppgick till ca 1,6 procent. Naturligtvis ser siffrorna högre ut om kapitalförslitning exkluderas. Där är den årliga reala förräntningen

nästan 5 procent men denna siffra torde vara i överkant och endast gälla på kort sikt.

Notera också att de i tabell 15 angivna siffrorna ska tolkas som genomsnittliga värden. Det innebär att det finns betydande fluktuationer inom denna siffra. Fastigheter i centralt och attraktivt belägna orter torde sannolikt ha uppvisat en gynnsammare prisutvecklingsbild visavi fastigheter i utflyttningsorter.

Tabell 15. Den genomsnittliga årliga reala förräntningen på fastigheter, 1974-85

	exkl kapitalförslitning	inkl kapitalförslitning
1974-85	4,9%	2,7%
75-85	4,0	1,7
76-85	3,1	0,7
77-85	2,7	0,2
78-85	1,6	-1,1
79-85	0,9	-1,9
80-85	1,8	-1,1
81-85	3,1	-0,1
82-85	4,4	1,0
83-85	6,9	3,1
84-85	8,7	4,6

8. Sammanfattning

I denna framställning har förräntningen på några aktuella sparformer kalkylerats. Den undersökta perioden omfattar åren 1974-85 och under denna period har ganska mycket inträffat vad beträffar avkastningen. Det kan för det första noteras att avkastningen varierar mycket kraftigt mellan de olika sparformer. Sämst förräntar sig vanligt banksparande och dålig förräntning gav också placeringar i obligationer och kapitalförsäkringar. Bäst förräntar sig aktiesparande och positiv förräntning kunde även placeringar i pensionsförsäkringar och fastigheter uppvisa.

Under den undersökta perioden har också ganska kraftiga förskjutningar ägt rum. Villkoren för sparande i bank, obligationer och kapitalförsäkringar har förbättrats. På omvänt sätt har skuldsättning kraftigt försämrats. Under de senaste åren har skuldsättning varit en lönande affär enbart för hushåll med mycket höga marginalsatser.

Slutligen kan också konstateras att för de riskfyllda placeringarna aktier och fastigheter har förräntningen varierat ganska kraftigt mellan de olika åren. Aktier förräntade sig bäst från 1981 och framåt, medan fastigheter förräntade sig bäst under perioden 1975-81. För aktiers vidkommande är det värdestegringen som bidrar mest till den höga förräntningen, direktavkastningen spelar en avgjort mindre roll. För fastigheters vidkommande är det däremot det lågt beskattade nyttjandevärdet som i första hand bidrar till den förhållandevis höga förräntningen. Framförallt var detta fallet under slutet av perioden.

Noter.

1. Under några få år förekom visserligen ett kapitalräkningskonto med 24 månaders uppsägning som gav en högre ränta, men den kontotypen finns inte mer, varför jag bortser ifrån den i dessa beräkningar.
2. Intresset för allemanssparandet har emellertid vuxit snabbt sedan introduktionen, 1984 varför man fortsättningsvis inte kan bortse från denna sparform.
3. Obligationssparandet är näst störst i termer av nytillförda medel som under vissa omständigheter kan tolkas som nettosparandet. Däremot är hushållens samlade obligationstillgångar mindre än såväl deras samlade försäkrings- som aktietillgångar.
4. Det är troligtvis inte heller någon större skillnad på villkoren i lån utgivna av privata företag och av staten, eftersom riksbanken bestämde villkoren på alla lån, dvs även på privata.
5. Siffrorna är hämtade från riskgäldskontorets statistiska årsbok. Hushållens tillgångar i premieobligationer var 1976 va 10,2 miljarder kronor motsvarande siffra för tillgångarna i sparobligationer var 4,5 miljarder kronor. 1980 hade dessa tillgångar vuxit till 21,2 respektive 13,3 miljarder kronor och 1986 var premieobligationstillgångarna 53,8 miljarder kronor och sparobligationstillgångarna 30,4 miljarder kronor (löpande priser).
6. Vi kan också tänka oss en passiv placerare, dvs en som köper en premieobligation, vid utgivningen och behåller den till dess att den förfaller, då byts den till en ny. Man kan emellertid visa att utfallet av en sådan strategi är sämre än den som uppnås av en person som aktivt arbetar med sina obligationer. Av den anledningen har resultatet av den passive placerarens sparande inte redovisats.
7. På omvänt sätt här kan vi tänka oss en aktiv placerare, som byter gamla sparobligationer till nya, då nya erbjuder en högre förräntning. Det kan emellertid visas att det inte lönade sig att byta i förtid eftersom förlusten av den skattefria bonusen då försämrar utfallet totalt sett mycket kraftigt.
8. I beräkningarna här har den skattefria bonusen fördelats på obligationens samtliga år. Detta är korrekt, under förutsättning att obligationens löptid har gått ut före 1983. Det var inte fallet för alla placeringar. Därmed är det redovisade resultatet något i överkant, eftersom personen inte kan sälja obligationen på en fungerande andrahandsmarknad och på så sätt inkassera den skattefria bonusen i "förtid".
9. Direktavkastningen är lite besvärlig att hantera eftersom den varierar från ett år till ett annat och den varierar också mellan olika företag. Vidare är datan på området bristfällig. Idealt fordras kunskaper över den totala utdelningen från börsnoterade företag och hushållens tillgångar i börsnoterade företag. Men i SCB:s finansräkenskaper anges endast den totala utdelningen på samtliga aktier, börsnoterade såväl som icke börsnoterade, men däremot finns under senare år en uppdelning på hushållssektorns tillgångar i börsnoterade aktier och i övriga aktier. Det innebär att om de totala

utdelningarna relateras till storleken på de börsnoterade aktierna kommer siffran att övervärdera den verkliga direktavkastningen.

10. En viss del av risken kan placeraren komma ifrån, genom att kombinera ihop aktier i en portfölj, på ett sådant sätt att de inkluderade aktierna motverkar varandra i sin prisutveckling. På så vis kan den individuella risken elimineras. Däremot kan placeraren aldrig bli kvitt marknadsrisken.

11. 1982 utgjorde hushållens tillgångar i aktiefonder (inklusive icke skattesubventionerade fondtillgångar) ca 10 procent av deras totala tillgångar i börsnoterade aktier. 1983 hade denna siffra stigit till 16 procent, 1984 till 27 procent och 1985 till 60 procent. Intresset för denna placering har med andra ord vuxit snabbt.

12. Detta index överskattar prisutvecklingen för ett enskilt hus. Förklaringen ligger i att köpeskilligen har beräknats på alla hus som sålts nybyggda såväl som äldre hus. En köpeskillingskoefficient för varje åldersgrupp av hus skulle man behöva kalkyleras för att få ett korrekt mått.

13. Dessa har beräknats med utgångspunkt från HINK-datan som bygger på hushållens deklarationer. De taxerade fastighetstillgångarna har räknats upp så att de i genomsnitt skall avspejla marknadsvärden. Utgångspunkten för beräkningarna var 1984 års marknadsvärden som enligt HINK uppgick till 545 miljarder kronor för samtliga hushåll (exklusive egenföretagare). Hur mycket hyresfastigheter som finns i detta belopp vet vi inget om. Men det kan antas att det inte är stora belopp eftersom siffran enbart gäller för hushåll som klassificeras som privatpersoner. I denna siffra finns man inte med de tillgångar som hushållen äger via företag. Denna siffra har därefter räknats om enligt de köpeskillingskoefficienter som finns angivna i tabell 11. Detta förfaringssätt är acceptabelt om inga nyinvesteringar förekommit vilket i princip var fallet under 80-talet. Däremot förekom betydande nyinvestering i realkapital under 70-talet, vilket sannolikt mestadels bestod av investeringar i småhus. Med denna metod överskattas därför troligtvis värdet på hushållens fastighetstillgångarna under 70-talet.

Appendix 1. Illustration av de gjorda beräkningarna

A1.1 Förräntningen på banksparandet

Den reala årliga genomsnittliga förräntningen på en bankplacering gjord den 31 december år j , R_{bj} beräknas enligt följande;

$$R_{bj} = \left[\prod_{i=j}^{1985} [1 + r_i(1-t)] d_{1985,j} \right]^{(1/(1985-j))} - 1$$

för $j = 1974, 1975, \dots, 1984$ och för $t = 0, 20, 40, 60$ och 80%

där $d_{1985,j}$ är det relativa priset så att $d_{1985,j} = (p_{1985}/p_j)$ och där r_i är den nominella räntan år i och t marginalskatten.

A1.2 Förräntningen på premieobligationer

Förräntningen på premieobligationer beräknas enligt samma formel som förräntningen på banksparandet, med den skillnaden att den årliga bankräntan byts ut mot den förväntade avkastningen på premieobligationer som ges i tabell 3. Beräkningarna bygger på att personen har investerat i det första lånet under varje år (tabellen visar att den förväntade avkastningen efter skatt successivt stigit). I beräkningarna har inte heller tagits någon hänsyn till den eventuella extra dragningen och den räntehöjande effekt den fört med sig. Det innebär att följande räntesatser använts i beräkningarna, med start för 1975 års lån; 5,32, 5,68, 5,96, 5,97 6,00, 6,48, 7,40, 7,40, 7,50, 7,50 och 7,50.

A1.3 Förräntningen på sparobligationer

I dessa beräkningar måste först obligationsräntan inklusive skattefri bonus räknas om till motsvarande löpande ränta enligt följande;

$$\prod_{i=j}^{j+n} (1+r_{ij}) = (1+r_j)^n$$

där n anger obligationens löptid och j står för året obligationen emitteras, r_{ij} för räntan år i på obligationen som gavs ut år j . Det betyder att r_j anger den genomsnittliga räntan på ett obligationslån som gavs ut år j .

Värdet på investeringen i sparobligationer gjord år j blir därför 1985 följande;

$$\begin{aligned} TV_{oj} = & [1 + (1985-j)r_{j+1}(1-t)] + r_{j+1}[1 + (1985-(j+1))r_{j+2}(1-t)] \\ & + r_{j+1}r_{j+2}[1 + (1985-(j+2))r_{j+3}(1-t)] + \dots \\ & + [r_j r_{j+1} r_{j+2} \dots r_{1985}(1-t)] \end{aligned}$$

för $j=1974, 1975, \dots, 1985$ och för $t=0, 20, 40, 60$ och 80%

vilket betyder att den genomsnittliga årliga reala förräntningen, R_{oj} , på denna placering blir följande;

$$R_{oj} = [TV_{oj}/d_{1985}]^{(1/(1985-j))} - 1$$

Observera att ovanstående uttryck endast gäller under förutsättning att löptiden inte går ut. Då byts, enligt de givna förutsättningarna lånet till ett nytt, och då måste hänsyn tas till att det nya lånet erbjuder andra villkor.

Om löptiden går ut före 1985 måste vi alltså istället beräkna den genomsnittliga räntan för obligationen under dess ordinarie löptid plus förlängningen. Anta därför att lånet ges ut år j , att det byts år $j+n$ där $j+n < 1985$. Anta vidare att den genomsnittliga räntan för dessa lån enligt beräkningarna ovan kan skrivas som r_j och r_{j+n} , då kan man

enkelt beräkna den genomsnittliga räntan för obligationen under tiden $j, 1985$, r_{oj} enligt följande;

$$r_{oj} = [nr_j + (1985 - (j + n))r_{j+n}] / (1985 - j)$$

I beräkningarna av förräntningen kan uttrycket för r_{oj} användas som ett mått på den genomsnittliga räntan för obligationen under hela perioden från dess utgivningsår fram till 1985.

A1.4 Förräntningen på aktieplaceringar

Portföljens värde 1985 av en investering gjord år j , PV_j är följande;

$$PV_j = \sum_{i=j+1}^{1985} (1 + g_i)(1 + d_i(1 - t))$$

där g_i anger den procentuella förändringen av aktieprisindex år i , d_i anger storleken på direktavkastningen år i och t anger liksom tidigare marginals-katten. Den beskattningsbara vinsten, förutsatt att 40 procentsregeln kan tillämpas är nu;

$$[PV_j - 0,25PV_j]0,40 = 0,30PV_j$$

Efter skatt återstår således;

$$PV_j - tPV_j0,30 = PV_j(1 - 0,30t)$$

Förräntningen på aktieplaceringen år j , R_{aj} blir således;

$$R_{aj} = [PV_j(1 - 0,30t) / d_{1983,j}]^{(1/(1985-j))} - 1$$

Om aktien ägts i mindre än två år kan 40%-regeln inte tillämpas utan hela vinsten måste beskattas.

A1.5 Avkastningen på lånefinansierade placeringar

Antag att ett lån som togs upp i början av år j , skall amorteras i en sådan takt att det är betalt i slutet av 1985. De årliga amorteringarna som erläggs i slutet av varje år blir då $1/(1985-j)L_j$, där L_j är lånets storlek som vi för enklhetens skull kan anta är 1. Värdet på dessa amorteringar, TA_j diskonterade till nuvärde är, om den allmänna prisstegringstakten används som deflator;

$$TA_j = \sum_{i=j+1}^{1985} [1/(1985-j)] d_{i,j}$$

Värdet på dessa amorteringar är också desamma oavsett vilken skatt i övrigt hushållet har.

Räntan på lånet betalas i slutet av varje år och de betalas i förhållande till storleken på skulden före amorteringen. Storleken på räntekostnaderna, TR_j diskonterade till nuvärde med samma diskonteringsränta som ovan, dvs $d_{1985,j+i} = (p_{1985}/p_{j+i})$ blir följande;

$$TR_j = \sum_{i=j+1}^{1985} d_{i,j} \cdot r_i [1 - ((i-1-j)/(1985-j))] (1-t)$$

Den totala kostnaden, TK_j för lånet 1985 uppgår då till följande;

$$TK_j = TA_j + TR_j$$

Värdet på föremålet då det säljs är $(p_{1985}/p_j) = d_{1985,j}$. Det innebär att vinsten V_j blir följande;

$$V_j = d_{1985,j} - TK_j$$

Det ger slutligen ett värde på den genomsnittliga reala förräntningen i förhållande till den ursprungliga investeringen som är följande;

$$R_{sj} = (d_{1985j} / TK_j)^{(1/(1985-j))} - 1$$

I det fall inga löpande amorteringar förekommer är förräntningen enklare att kalkylera. Det diskonterade värdet på räntekostnaderna uppgår till följande;

$$TR'_j = \sum_{i=j+1}^{1985} d_{ij} r_i (1-t)$$

Varför de totala kostnaderna för lånet 1985 då det betalas tillbaka uppgår till

$$TK' = 1 + TR'_j$$

Vilket ger följande värde på den årliga reala genomsnittliga förräntningen;

$$R'_{sj} = (d_{1985j} / TK'_j)^{(1/(1985-j))} - 1$$

A1.6 Förräntningen på fastigheter

Betrakta en fastighet som köptes år j för 1 kr. Värdet på fastigheten 1985 var f_{1985j} . Värdestegringen dvs $f_{1985j} - 1$ antas vara helt skattefri vid försäljningen. Den reala vinsten blir i det fall den ursprungliga investeringen räknas upp med inflationen följande;

$$FV_j = f_{1985j} - d_{1985j}$$

Till denna vinst skall läggas avkastningen i termer av nettot mellan nyttjandevärdet och kapitalförslitningen, na. Det diskonterade nuvärdet av denna avkastning uppgår till

$$NA_j = \sum_{i=j+1}^{1985} na_i f_{ij} d_{ij}$$

för $j = 1974, 1975, \dots, 1984$. Investeringens totala överskott 1985 blir

$$TR_j = NA_j + FV_j$$

eller uttryckt som den årliga reala förräntingen, då den ursprungliga investeringen diskonterad till nuvärde används som bas, $d_{1985,j}$

$$R_{fj} = [(NA_j + f_{1985,j})/d_{1985,j}]^{(1/(1985-j))} - 1$$

Appendix 2. Illustration av "tillväxttrianglar"

I detta appendix skall demonstreras hur förräntningen på bank, premieobligationer, aktier, fastigheter och skuldsättning varierar under perioden mellan olika år, sk tillväxttrianglar skall kalkyleras.

De redovisade tabellerna skall läsas så att i lodrät riktning anges placering gjord den 31 decemeber 1974, 1975,..., 1984. I vägrät riktning skall läsas den tidpunkt då placeringen realiserades dvs från den 31 december 1975 till den 31 december 1985. I diagonalen anges förräntningen från 31 december år j till den 31 december år $j+1$.

Notera att för tabellerna A2.1 - A2.4 stämmer den sista raden med motsvarande siffror i tabellerna 2,4 och 8. Detta blir däremot inte fallet för de fyra sista tabellerna. Förklaringen till denna diskrepans ligger i att tabellerna A2.5 - A2.8 beräknats utifrån att överskottet dvs den årliga avkastningen återinvesteras i det betraktade objektet dvs att den förräntar sig på samma sätt som den angivna investeringen. I de tidigare redovisade tabellerna rörande fastigheter och skuldsättning har den årliga avkastningen räknats upp enligt konsumentprisindex och inte i enlighet med fastigheternas förräntning, se appendix 1.

KUNGL. BIBL.
1988-12-06
STOCKHOLM