Normalexemplar 2

BETÆNKNING

VEDRØRENDE ANVENDELSE AF INDEKSLÅN I BOLIGBYGGERIETS FINANSIERING

AFGIVET AF DET AF BOLIGMINISTERIET DEN 9. FEBRUAR 1965 NEDSATTE UDVALG VEDRØRENDE ANVENDELSE AF INDEKSLÅN I BOLIGBYGGERIETS FINANSIERING

ex. 2

BETÆNKNING NR. 439

1966

Indholdsfortegnelse

Side

Indledning (udvalgets nedsættelse m. v.) 5

Kap. I. Sammenfatning 7

Kap. II. Udvalgets overvejelser vedrørende anvendelse af indekslån i boligbyggeriets finansiering 9

1. Værdifaste lånekontrakter, tidligere undersøgelser 9
2. Forudsætninger for, at et marked for indeksobligationer kan etableres 13
3. Indekslån i boligbyggerets finansiering 15
   a) Virkning på begyndelseshuslejen 15
   b) Husleje- og skattepolitiske forudsætninger m. v. 16
   c) Produktivitets- og prisudvikling på længere sigt 17
4. Kreditorernes valg mellem nominal- og indeksobligationer . . 19
5. Indekslåns konstruktion 20
   a) Indekstillæggets udbetaling 20
   b) Begrænsninger i indeksreguleringen 23
   c) Valg af reguleringsindeks 23
   d) Tekniske problemer i forbindelse med indeksregulering . . 24
6. Pantesikring af indekslån 24
7. Indekslåns skattemæssige stilling 26
8. Pengepolitikken ved overgang til indekslån 27

Kap. III. Indekslån i andre lande 30

Bilag:

Skrivelse af 1. september 1965 fra udvalget til boligministeren 32

INDLEDNING

Udvalgets nedsættelse og baggrunden herfor

I forbindelse med overvejelserne vedrørende byggeriets finansieringsforhold og huslejen i nybyggeriet gav regeringen ved boligministeriets skrivelse af 9. februar 1965 udtryk for, at man ønskede udarbejdet en redegørelse til belysning af mulighederne for og konsekvenserne af at anvende indeksregulerede lån ved byggeriets finansiering.

Samtidig ønskede regeringen undersøgt de praktiske muligheder for, at der ved traditionelt finansieret byggeri gennemførtes en ordning, der kunne afbøde virkningen på begyndelseshuslejen af et særlig højt renteniveau, f.eks. derved at der gennemførtes en udligningsordning ved en regulering af huslejen i takt med prisstigninger.

Under henvisning hertil anmodede boligministeriet ved samme skrivelse nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer om at ville forestå udarbejdelsen af en sådan redegørelse. Ministeriet anmodede endvidere nedennævnte om at medvirke:

Departementschef Kurt Hansen, Det økonomiske Sekretariat,
Direktør Viggo Nørby, Byggeriets Realkreditfond,
Amanuensis H. Estrup, Det økonomiske Institut,
Kontorchef Johs. Bløcher, Boligministeriet.

Sekretær for Udvalget har været sekretær i Danmarks Nationalbank, cand. polit. Jørn H. Kjær. Afsnittet vedrørende indekslåns skattemæssige stilling har været drøftet med skattedepartementet.

Ved en senere forhandling mellem boligministeren og Udvalgets formand blev Udvalget anmodet om at udarbejde en kortfattet oversigt over de metoder, der vil kunne bringes i anvendelse for at udligne virkningen på huslejen i nybyggeriet af det øjeblikkelige ekstraordinært høje renteniveau. En sådan foreløbig oversigt blev tilstillet boligministeren den 1. september 1965. Oversigten medfølger nærværende redegørelse som bilag.

Udvalgets redegørelse indgik i overvejelserne om indførelse af en driftslåneordning til nedbringelse af huslejen i nybyggeriet.

Ved det boligpolitiske forlig af 18. januar 1966 blev tanken om en driftslåneordning imidlertid opgivet, idet der mellem forligsparterne blev opnået enighed om rentegarantiordning for 12.000 lejligheder årlig i det almennyttige byggeri.

Som nærmere omtalt nedenfor i kap. II afsnit 3 a indebærer rentesikringsordningen for så vidt, at finansiering med indekslån foreløbig ikke vil være aktuel i den del af byggeriet, som kommer ind under rentesikringsordningen. Hvis imidlertid byggeønskerne inden for det almennyttige byggeri og det kommunale byggeri skulle gå ud over de ovenfor nævnte 12.000 lejligheder årlig, kunne indeksfinansiering i dette byggeri tænkes at blive aktuel, bl.a. på baggrund af, at det i de 12.000 lejligheder vil være muligt at beregne begyndelseshuslejen på basis af en rente, der ligger betydeligt under den effektive rente af traditionelle lån.

I det private udlejningsbyggeri kunne indekslån ligeledes, komme på tale, hvis de private bygherrer ikke kan eller vil acceptere den likviditetsmæssige belastning, der vil opstå, hvis der i det pågældende private byggeri ikke kan opnås en begyndelseshusleje, der kan dække driftsudgifterne ved traditionel finansiering under et højt renteniveau.

I parcelhusbyggeriet vil behovet for finansiering med indekslån være mindre, fordi parcelhusejernes ret til at fradrage renteudgifter på selvangivelsen i væsentlig grad afbøder virkningen af et højt renteniveau på »begyndelseshuslejen«.

Fra 1. april 1967 vil endvidere boligsikrings-

ordningen mindske behovet for at afbøde virkningerne af et højt renteniveau på begyndelseshuslejen. Denne ordning er endnu ikke endeligt udformet, men ifølge det boligpolitiske forlig skal den bygge på det princip, at der for indtægter under en vis grænse fastsættes en vis »rimelig« huslejerelation, hvorefter en væsentlig del af det beløb, den faktiske husleje overstiger huslejen baseret på denne relation, ydes som huslejetilskud fra det offentlige. En sådan ordning vil formentlig i betydelig grad lette udlejningen af såvel socialt som privat byggeri til en husleje, der også i begyndelsen vil kunne dække driftsudgifterne ved finansiering med traditionelle lån.

Konklusionen af det foranstående må formentlig blive, at finansieringen med indekslån under den gældende og planlagte boligstøttelovgivning kun vil komme på tale i en ret begrænset del af boligbyggeriet. Såvel boligministeren som Udvalget har dog af hensyn til den almindelige interesse i at få disse problemer belyst fundet det rigtigst, at Udvalget tilendebragte arbejdet med undersøgelsen af mulighederne for og konsekvenserne af finansiering af boligbyggeri med indekslån. Derimod har Udvalget ikke anset det for nødvendigt at udarbejde detaljerede forslag til en indekslåneordning. Man har heller ikke fundet det påkrævet at arbejde videre med forslag til udligningsordninger el. lign. af den karakter, som var indeholdt i den ovenfor nævnte foreløbige oversigt til boligministeren.

KAPITEL I

Sammenfatning

1. Det har været en naturlig følge af pengeøkonomiens fremtrængen, at det er blevet almindeligt at anvende pengeenheden som kontraktenhed i lånekontrakter og andre langfristede betalingsforpligtelser. I det omfang, priserne udtrykt i den pågældende pengeenhed ændrer sig fra kontrakttidspunktet til betalingstidspunktet, opstår der imidlertid usikkerhed med hensyn til det reale indhold af en sådan betalingsforpligtelse. Den tanke har derfor været fremført, at man ved at erstatte pengeenheden med en købekraftsenhed (pengeenheden multipliceret med et prisindeks) skulle kunne undgå den usikkerhed, som svingningerne i prisniveauet giver anledning til.

I årene efter anden verdenskrig har det snarere været den vedholdende prisstigning end prissvingninger, der har motiveret undersøgelser af mulighederne for at gå over til en købekraftsenhed i lånekontrakterne, idet prisstigningerne i denne periode ofte har opslugt den rente, der kunne opnås af pengelån.

Udgangspunktet for nærværende redegørelse har derimod ikke primært været, at indekslån skulle medføre en kompensation til kreditorerne i form af en forhøjelse af den reale rente, men et ønske om ved finansiering af boligbyggeri i en periode med prisstigningsforventninger at opnå en tidsmæssig fordeling af kapitaludgifterne, der bedre svarer til den forventede indkomstudvikling hos beboerne i det pågældende byggeri. Herved kunne der opnås en reduktion i begyndelseshuslejen i forhold til huslejen i traditionelt finansieret byggeri, mod at man til gengæld lader huslejen følge den almindelige prisudvikling og ikke som ved traditionelt byggeri fastholder en i kroner og øre fastlagt husleje, som under et stigende prisniveau udgør en stadig faldende del af beboernes indkomst. Forudsætningen for, at en sådan ændret fordeling kan opnås, er, at der ved finansiering med indekslån kan opnås en lavere rente, mod at ydelsernes købekraft ved regulering efter et prisindeks holdes konstant over lånets løbetid.

2.-4. Om en sådan rentesænkning på indekslån kan opnås, og om et marked for disse kan etableres, må dels afhænge af kontrahenternes prisstigningsforventninger, dels af om kontrahenterne har en speciel interesse i at undgå den af prisudviklingen betingede usikkerhed med hensyn til ydelsernes realværdi på længere sigt.

Når der således har været særlig interesse for at finansiere boligbyggeri med indekslån, skyldes det, at netop boligbyggeri kan antages at være et af de investeringsobjekter, hvis afkast - forudsat en tilnærmelsesvis fri huslejedannelse — vil vise størst overensstemmelse med den almindelige prisudvikling og derfor være velegnet for finansiering med indekslån. Forskelle i den økonomiske udvikling i de enkelte dele af landet kan dog under frie huslejeforhold *i* særlige tilfælde tænkes at gøre det vanskeligt at foretage en skematisk regulering af huslejen i takt med et opadgående prisniveau.

Det er tillige en forudsætning, at der på kreditorsiden findes investorer, som, selv om det *forventede* afkast af indeksobligationer bestående af rente og indekstillæg ikke er større end den effektive rente af nominallån, dog vil have en særlig interesse i at undgå den usikkerhed med hensyn til udviklingen i kapitalens og afkastets *faktiske* købekraft, som er en følge af, at prisudviklingen ikke kan forudses med bestemthed.

Det kan dog ikke alene afgøres ud fra teoretiske overvejelser, om der vil kunne etableres et marked for indekslån, hvor renten set fra debitors synspunkt er tilstrækkelig lav til, at han til gengæld kan påtage sig risikoen i forbindelse med indeksklausulen, og samtidig høj nok til, at nogle kreditorer vil foretrække indeksobligationer fremfor nominalobligationer.

5. Såvel faste lån som serielån eller annuitetslån kan udformes som indekslån. Ved boligfinansiering vil formentlig kun de sidste to former komme på tale. Den største reduktion af begyndelseshuslejen vil man opnå ved annuitetslån, men til gengæld vil ydelsen ved en jævnt kraftig prisstigning i lånets løbetid vise en ret stærk stigning målt i kroner og øre. For at modvirke denne udvikling kan man anvende et indeksreguleret serielån, hvor den realt set aftagende ydelse som følge af det hurtigere afdragstempo og den dermed faldende rentebyrde modvirker den af indekstillæggene forårsagede stigning i ydelsen. Til gengæld afsvækkes mulighederne for at reducere begyndelseshuslejen.

Forskellige begrænsninger i indeksreguleringen kan tænkes, dels med hensyn til den del af gælden, der reguleres, dels i form af et »tag« over det samlede indekstillæg, der ydes. Begrænsninger af denne art kan imidlertid være vanskelige at indføre, bl.a. fordi kreditorerne og debitorerne på dette område vil have modsat rettede interesser.

Ved valg af reguleringsindeks er det vigtigt at sikre, at indekset kan beregnes på et entydigt grundlag over en lang årrække. Statistiske hensyn taler imidlertid for, at vægtgrundlaget må kunne ændres, f.eks. i overensstemmelse med forskydninger i forbrugsvanerne.

6. Tinglysning af indeksregulerede panterettigheder er mulig i henhold til den gældende tinglysningslov og forekommer allerede i begrænset omfang. Dog er det ikke muligt at knytte en indeksklausul til en bestående panteret uden tilslutning fra de efterstående panthavere, og da disse derved ville risikere at få deres stilling forringet, vil konvertering fra nominallån til indekslån næppe få noget større omfang.

Formidling af indeksregulerede lån gennem de bestående realkreditinstitutter er tilsyneladende ikke forudset i lovgivningen om disse institutter. Det vil være nødvendigt at få nærmere præciseret, hvorledes der skal forholdes, hvis restgælden som følge af indekstillæg på et tidspunkt kommer til at overstige de for det pågældende institut gældende lånegrænser.

7. Skattemæssigt vil som hovedregel renter af den indeksregulerede restgæld blive behandlet som renteindtægt og -udgift, og afdragene, herunder indekstillæggene til disse, vil blive behandlet som ikke indkomstskattepligtig formueændring. Da det samme beløb således er fradragsberettiget hos debitor og skattepligtigt hos kreditor, vil overgang til indekslån, hvis kreditor og debitor betaler samme marginalskat, for de to parter under ét ikke medføre ændringer i beskatningen.

8. Indførelse af indeksregulerede obligationer rejser forskellige pengepolitiske problemer.

Det kan således være et spørgsmål, om den samtidige eksistens af et marked for både nominal- og indeksobligationer og myndighedernes intervention på begge disse markeder kan tages som udtryk for, at myndighederne forventer en bestemt inflationstakt, nemlig den, der svarer til renteforskellen på de to markeder. Erfaringer fra udlandet tyder på, at eksistensen af et marked for indeksregulerede fordringer i sig selv kan bidrage til at gøre investorerne mere opmærksomme på prisfaktorens betydning, således at man må antage, at der ved varierende prisforventninger i visse tilfælde kan blive tale om omlægninger mellem de to typer af obligationer. Det må dog antages, at de pengepolitiske myndigheder i deres markedsoperationer under normale forhold vil være i stand til at opretholde en rimelig balance mellem de to markeder, således at større kursudsving vil kunne undgås.

Under de nuværende forhold, hvor det danske obligationsmarked er isoleret fra udlandet, vil indførelsen af indeksregulerede obligationer næppe få større betydning for kapitalbevægelserne til og fra Danmark. Såfremt der i de kommende år bliver tale om en nærmere integration af de europæiske kapitalmarkeder, kan der imidlertid knytte sig betænkeligheder til, at Danmark isoleret indfører indeksregulerede obligationer, idet dette under særlige omstændigheder kan tænkes at give anledning til spekulative kapitalbevægelser.

KAPITEL II

Udvalgets overvejelser vedrørende anvendelse af indekslån i boligbyggeriets finansiering

1. Værdifaste lånekontrakter, tidligere undersøgelser.

I den naturaløkonomi, som var dominerende før den nuværende pengeøkonomi, blev en lang række forskellige kontraktenheder anvendt ved indgåelse af lånekontrakter og andre betalingsforpligtelser. Forpligtelsen måtte i en naturaløkonomi formuleres som en pligt til at levere en bestemt mængde af en vare eller til at præstere en nærmere fastsat arbejdsydelse el.lign. Forpligtelsen havde således et realt indhold, og dens værdi på det fremtidige betalingstidspunkt var ikke afhængig af svingninger i et »prisniveau«. På den anden side kunne der også i en naturaløkonomi indtræffe svingninger i en bestemt vares byttеværdi, således at ydelsens værdi i forhold til andre varer var udsat for svingninger.

Med pengeøkonomiens fremtrængen skete der imidlertid en næsten fuldstændig overgang til anvendelse af penge både som betalingsmiddel og som generelt værdimål, herunder kontraktenhed i lånekontrakter. Aftaler, hvor betalingsforpligtelsen er fastsat i varer, kan dog endnu forekomme, f.eks. kan man nævne forpagtningskontrakter og aftægtsydelser til sælgere af landbrugsejendomme.

Overgangen til fastlæggelse af betalingsforpligtelser i penge indebærer mange praktiske fordele, som væsentlig hænger sammen med, at forpligtelsen er klart defineret, samtidig med at et pengebeløb ved uændrede priser eller blot uændret prisniveau stort set repræsenterer en uændret købekraft over for varer og tjenesteydelser.

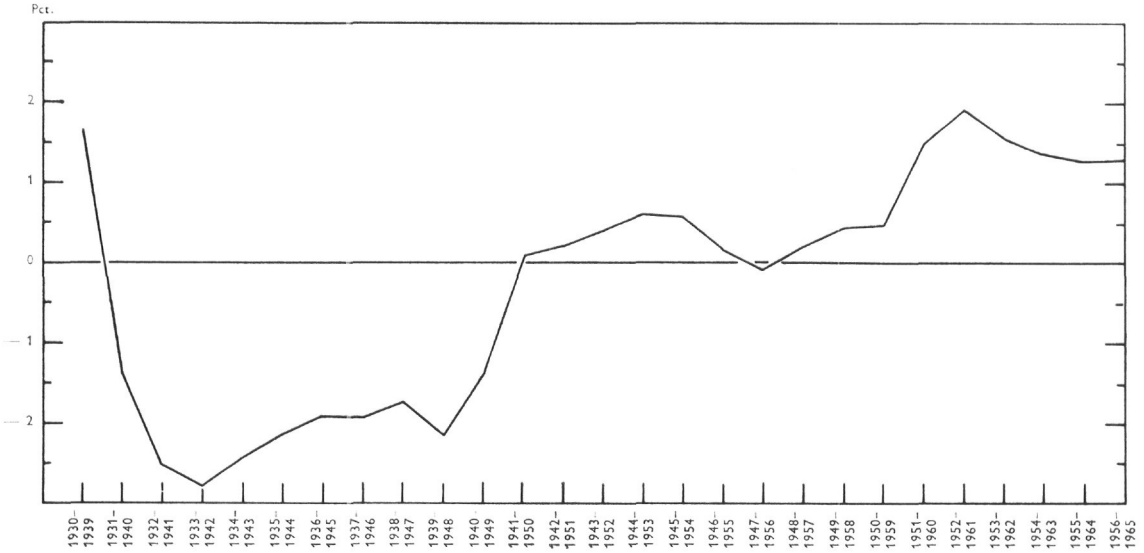
I praksis har prisniveauet imidlertid sjældent været konstant over længere perioder, og siden slutningen af det 19. århundrede har forskellige økonomer, hvoraf de første formentlig var Stanley Jevons og Alfred Marshall, påpeget, at svingningerne i prisniveauet medførte en betydelig usikkerhed med hensyn til det reale indhold af langfristede låneaftaler, og fremført den tanke, at en »standard unit« med konstant realværdi som kontraktenhed i sådanne aftaler bedre ville kunne opfylde det økonomiske livs krav end en pengeenhed med svingende realværdi.

Som eksempel på en lånekontrakt, hvor renteydelsen, men ikke restgælden, reguleres i henhold til debitorernes betalingsevne, kan nævnes den lovgivning vedrørende statens udlån til husmænd, der blev gennemført her i landet under landbrugskrisen i 1930'erne. Siden 1933 har statshusmændene haft adgang til at vælge mellem en last rentefod og såkaldt konjunkturbestemt rente. I begyndelsen reguleredes renten i henhold til svingningerne i visse produktpriser, men siden 1938 har man anvendt et mere direkte udtryk for debitorernes gennemsnitlige betalingsevne, nemlig landbrugets forrentningsprocent for små ejendomme.

I tiden efter anden verdenskrig er spørgsmålet om overgang til en real kontraktenhed i låneaftaler blevet undersøgt i forskellige officielle betænkninger. Af disse undersøgelser er formentlig den svenske »Indexlån« SOU 1964: 1-2, den mest omfattende. [1]) I Danmark blev der i 1956 afgivet en »Betænkning om værdifaste obligationer m. v.«, som ligeledes vil være af interesse ved en undersøgelse af de problemer, der vil være forbundet med i større eller mindre grad at anvende lån i købekraftsenheder - indekslån - i boligbyggeriets finansiering.

[1]) Et referat af en finsk og en norsk betænkning samt et afsnit benævnt »Indekslån i den økonomiske litteratur« findes i den svenske betænkning: »Indexlån« SOU 1964: 2, s. 14-31. Denne betænkning benævnes i det følgende »Indexlån«.

Figur 1. Realrente over 10-årsperioder af bankindskud på 6 måneders opsigelse.



Figur 2. Realrente over 10-årsperioder af 60-årige kreditforeningsobligationer.

I modsætning til de ovenfor nævnte teoretiske økonomer, der som argument for overgang til en købekraftsenhed anførte prisniveauets svingninger i såvel op- som nedadgående retning, har udgangspunktet for de nævnte officielle undersøgelser været den betydelige og tilsyneladende vedholdende prisstigningstendens i årene efter anden verdenskrig og ønsket om at give kreditorerne, ikke mindst småsparerne, en mulighed for at bevare opsparingens værdi under et stigende prisniveau.

Det kan således konstateres, at den prisstigning, der har fundet sted siden 1939, i lange perioder fuldt ud har opslugt den rente, der har kunnet opnås på f.eks. bank- eller sparekasseindskud, således at et indestående trods tilskrivning af rente og rentes rente har haft en næsten uændret, ja i visse perioder faldende

realværdi. I »Indexlån«, s. 46-50, er det således beregnet, at bankindskud i Sverige over 10-årsperioder begyndende i årene 1932-51 har givet en negativ realrente. Resultatet af en tilsvarende undersøgelse for Danmark er vist i figur 1 for så vidt angår bankindskud og i figur 2 for så vidt angår køb af obligationer.

Af figur 1 fremgår, at realrenten i de 10-årsperioder, der sluttede i årene 1940-48, var omkring - 2 pct., i de perioder, der sluttede i 50'erne, omkring 0 pct., og derefter har der kunnet opnås en positiv realrente på omkring 1 pct. Udviklingen i realrenten af obligationsinvesteringer er noget forskellig herfra, idet forholdet mellem kursniveauerne ved begyndelses- og sluttidspunktet er meget afgørende for den realrente, der opnås. Den lave realrente, der opnåedes i de perioder, der sluttede midt i 50'erne, hænger således sammen med det høje kursniveau i midten af 40'erne, da de pågældende obligationer blev anskaffet. [2]) I de foranstående beregninger har virkningerne af skattereglerne ikke været taget i betragtning.

En så lav realrente, som disse beregninger viser, har for det første været anset for en social uretfærdighed over for de grupper, hvis opsparing især har været anbragt i pengefordringer, og som ikke har kunnet opnå værdisikring, f.eks. ved at investere i aktier. Årsagen hertil har bl.a. været, at en tilstrækkelig risikospredning indtil for nylig ikke har kunnet opnås, i visse tilfælde på grund af de pågældende kapitalers beskedne størrelse og desuden som følge af manglende sagkundskab. Dernæst har det været anført, at den lave realrente har hæmmet den private opsparing i perioder, hvor det ansås for samfundsøkonomisk ønskeligt at fremme denne.

[2]) Beregningen er foretaget på følgende måde: For hver 10-årsperiode er beregnet, hvor meget en kapital anbragt som anført ville være vokset til over den pågældende periode, hvilket beløb derefter er divideret med det »pristal«, som fremkommer ved at sætte begyndelsesårets pristal lig 100, og endelig er det beregnet, hvilken gennemsnitlig rente (på rentes-rente basis) der svarer til stigningen eller faldet i kapitalens realværdi over den pågældende 10-årsperiode. I figur 2 er der regnet med 472 pct. (i perioden 1942-49 dog 3½ pct.) 60-årige obligationer i åbne serier. Renteudbyttet er tænkt investeret i de samme obligationer til den på det pågældende tidspunkt gældende kurs. Der er af praktiske grunde set bort fra udtrækningschancen, men da kapitalen ved åbning af nye serier i sin helhed er lagt om til den nyåbnede serie, er denne fejlkilde formentlig af ringe betydning.

Da der således i de to betænkninger i realiteten har været tale om ved overgang til indekslån at stille kreditorerne gunstigere, end det havde været tilfældet på det eksisterende marked for pengefordringer, har man såvel i den danske som den svenske betænkning været opmærksom på, at det kunne vise sig vanskeligt at finde debitorer, som ville være villige til at optage indekslån. På den anden side nævnes det dog i såvel den danske som den svenske betænkning, at boligbyggeriet er et område, hvor finansiering med indekslån ville kunne finde anvendelse. Dette forudsætter dog, at markedsprisdannelsen for huslejen ikke sættes ud af kraft i en prisstigningsperiode i et sådant omfang, at den tilladte huslejestigning bliver mindre end den almene stigning i prisniveauet.

Af de foranstående beregninger af den realrente, der har kunnet opnås af pengefordringer i prisstigningsperioden siden 1940, må man dog ikke drage den slutning, at overgang til indekslån skulle være en nødvendig forudsætning for, at kreditorerne kan opnå en »rimelig« real forrentning. Hvis nemlig såvel kreditorer som debitorer forudser en bestemt gennemsnitlig prisstigning over et låns løbetid, og denne forventede prisstigning indbygges i renten på nominallån, vil i princippet enhver prisstigning, som forudses korrekt, kunne kompenseres ved en tilpasning af renten på pengelån. Til belysning heraf kan man f.eks. tænke sig, at et indekslån, som løber over en termin, forrentes med i_i procent, og at prisstigningen i løbet af terminen er p procent; kapitalen k vil da ved tilbagebetalingen være vokset til $k\,(1+\frac{i_i}{100})(1+\frac{p}{100})$. Hvis denne prisstigning var forudset, kunne dette imidlertid have været opnået ved at aftale et nominallån med renten

$$i_n = 100(1+\frac{i_i}{100})(1+\frac{p}{100}) \div 100 = i_i + p + \frac{i_i \cdot p}{100}$$ pct. eller med tilnærmelse $i_n = i_i + p$.

Selv om det således i princippet vil være muligt at indregne enhver *forventet* prisstigning i renten på pengelån, således at den *forventede* reale rente kan gøres uafhængig af den forventede prisstigning, vil den reale rente, der *faktisk* opnås, kun falde sammen med den forventede, hvis prisudviklingen netop bliver som forventet. Hvis prisstigningen bliver kraftigere end forventet, bliver den reale rente af pengelån lavere end forventet, og det omvendte gæl-

der, hvis prisstigningen bliver mindre end forventet. Da en sådan afvigelse mellem den forventede og den faktiske prisstigning over en længere årrække er overordentlig sandsynlig, er det som følge af denne usikkerhed med hensyn til prisudviklingen nødvendigt at gå over til indekslån, hvis man ønsker, at den *reale* rente skal kunne fastlægges ved indgåelse af en lånekontrakt.

I hvilket omfang prisstigningsforventningerne faktisk indgår i rentedannelsen på markedet for pengelån, er det vanskeligt at vurdere. Det er i hvert fald givet, at forskellige andre forhold øver indflydelse på og formentlig forsinker rentens tilpasning til ændrede prisstigningsforventninger. Således vil kapitalmarkedets institutioner og disses mere eller mindre traditionelt bestemte opfattelse af et »rimeligt« renteniveau kunne medføre, at en markedsligevægt ikke etableres, men at en eventuel overefterspørgsel efter kredit bortskæres ved kreditrationering o.lign. Dernæst har de pengepolitiske myndigheder i mange lande i adskillige efterkrigsår formentlig næret en vis modvilje mod at lade renteniveauet stige på trods af udbredte inflationsforventninger. Også dette forhold har bevirket, at kreditrationering i nogen grad er trådt i stedet for en rentestigning svarende til efterspørgselen efter kredit. Tilsammen har således institutionelle forhold og den førte pengepolitik bevirket, at renten på pengelån sammenholdt med prisstigningen i en række lande har resulteret i et ret lav realrente og med de efterhånden almindelige prisstigningsforventninger også en ret lav *forventet* realrente.

I en sådan situation, hvor realrenten af pengelån trods en ret permanent tendens til prisstigning har ligget nær nul eller været negativ, må det formodes, at indførelse af lån i realenheder vil føre til en stigning i realrenten. I modsat fald måtte indekslån kunne afsættes til en pålydende rente på 0 eller måske et par procent. Dette ville næppe være muligt, og indekslånets rente ville derfor blive højere end realrenten på nominallån. Hvis imidlertid indekslån alligevel fik en vis udbredelse, eventuelt ved at det offentlige i begyndelsen stod som debitor for sådanne lån, således at obligationskøberne fik reel mulighed for at vælge mellem indekslån og nominallån, ville renten på nominallån formentlig blive påvirket opad. I denne situation kan man sige, at først selve muligheden for at investere i indekslån får kreditorerne til at gøre sig prisstigningstendensen bevidst.

Det blev derfor såvel i den danske som den svenske betænkning understreget, at indekslån under det på det pågældende tidspunkt herskende forhold mellem prisstigningsforventningerne og renten på pengelån næppe ville kunne indføres uden at trække en stigning i den reale rente med sig. Man måtte derfor gøre sig klart, om man foruden det egentlige formål med indekslån, en beskyttelse mod uforudsete prisstigninger, også ønskede eller i hvert fald kunne tolerere en samtidig stigning i det reale renteniveau.

I de seneste år er der imidlertid sket en rentestigning i de vestlige lande, der muligvis kan tages som udtryk for, at de udbredte prisstigningsforventninger efterhånden øver en vis indflydelse på renten på pengelån.

Det er klart, at prisstigningsforventningerne og rentens mere eller mindre fuldkomne tilpasning til en markedsprisdannelse ikke alene er afgørende for renten på nominallån. Likviditetsforholdene og den realøkonomiske udvikling øver en væsentlig indflydelse, men formentlig er der her snarere tale om en indflydelse på såvel indeks- som nominallånerentens niveau og ikke på forskellen mellem renten på nominal- og indekslån.

Uanset om man vil anerkende, at der i det nugældende niveau for renten på pengelån indgår et element af prisstigningsforventninger eller ej, må det i en situation med ret udbredte prisstigningsforventninger antages, at i det mindste visse grupper af kreditorer vil være villige til at yde indeksregulerede lån til en lavere rente end den gældende rente på pengelån mod til gengæld at få restgældens og hermed rente- og afdragsydelsernes købekraft sikret. Det lave løbende afkast af aktier og fast ejendom peger i denne retning.

Som det er fremgået af det foregående, har såvel den danske som den svenske betænkning hovedsagelig behandlet spørgsmålet om indførelse af indekslån fra det udgangspunkt, at det var hos kreditorerne og herunder især småsparerne (og hermed eventuelt forsikringsselskaberne), der fandtes et behov for at kunne indgå lånekontrakter fastsat i en købekraftsenhed.

I nærværende redegørelse, hvor opgaven er at undersøge mulighederne for at anvende indekslån i boligbyggeriets finansiering, må udgangspunktet derimod være de eventuelle fordele ved at finansiere investeringer — specielt investeringer i boligrum - med sådanne lån samt at undersøge, under hvilke forudsætninger

med hensyn til forventningsstrukturen hos debitorer og kreditorer der vil kunne etableres et marked for værdifaste lån, hvis hensigtsmæssige institutionelle rammer tilvejebringes. I det følgende vil »indekslån« blive brugt som betegnelse for lån, hvor restgæld og hermed rente og afdragsydelser reguleres efter et prisindeks, og »indeksobligationer« vil betegne de tilsvarende omsættelige værdipapirer. Som betegnelse for lån aftalt i pengeenheder, d.v.s. den i øjeblikket almindelige låneform, anvendes »nominallån« og for de tilsvarende værdipapirer »nominalobligationer«.

2. Forudsætninger for, at et marked for indeksobligationer kan etableres.

Medmindre man forestiller sig, at udelukkende det offentlige skal stå som kreditor for indekslån, er det en forudsætning for overgang til boligfinansiering med sådanne lån, at der vil kunne skabes et marked for sådanne obligationer. I dette afsnit undersøges de principielle betingelser for at etablere et marked for indekslån, idet en undersøgelse af på den ene side debitorernes - specielt boligbyggeriets - og på den anden side kreditorernes stilling ved overgang til indekslån - herunder betydningen af sådanne institutionelt bestemte forhold som den gældende skatte- og boligstøttelovgivning - er foretaget i afsnittene 3 og 4.

De to væsentligste principielle problemer for såvel debitorer som kreditorer ved valget mellem indekslån og nominallån er:

a) En bedømmelse af den fremtidige prisudvikling, da denne vil være afgørende for størrelsen af den renteforskel, ved hvilken det forventede afkast af nominallån og indekslån vil være ens.

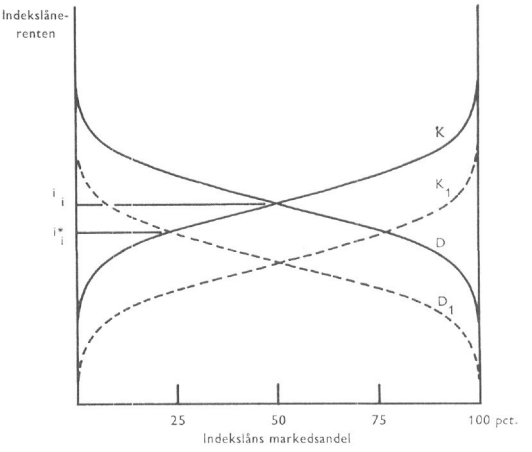
b) En afgørelse af, om man vil foretrække nominallån eller indekslån, hvis renteforskellen på de to låneformer svarer til den forventede prisændring, således at den forventede reale rente er den samme. Da der altid vil knytte sig en betydelig usikkerhed til forudsigelser om prisudviklingen, er det et spørgsmål om, hvorvidt risikoen for, at den faktiske prisudvikling kommer til at afvige fra den forventede, vil gøre det mest attråværdigt at have sine rente- og afdragsydelser fastlagt i kroner og øre eller i enheder, som repræsenterer en bestemt købekraft. Hvis der eksisterer sådanne præferencer, vil man som debitor eventuelt være villig til at betale en risikopræmie i form af lidt højere rente, hvis man kan få sine forpligtelser fastlagt i den foretrukne kontraktform, og som kreditor tilsvarende være villig til at acceptere en lavere rente, hvis man kan få sit tilgodehavende fastlagt i den foretrukne kontraktform, d.v.s. betale en risikopræmie.

Rent teknisk er dette søgt illustreret i figurerne 3-6, hvor K- og D-kurverne, der i det følgende omtales som efterspørgsels- og udbudskurver for indeksobligationer, giver udtryk for henholdsvis obligationsejernes ønske med hensyn til formuesammensætning og skyldnernes ønske med hensyn til sammensætningen af deres gæld ved forskellig indekslånerente (og given nominallånerente). Kurverne giver altså i almindelighed ikke udtryk for udbuds- og efterspørgselsforholdene for nytilgangen til de to markeder i en given periode, idet nytilgangens fordeling og i det hele taget transaktionerne på de to markeder vil være påvirket af, om og hvorledes markedet i den pågældende periode antages at ville tilpasse sig til ændrede forventninger hos kreditorer og debitorer og ændringer i faktorer, som er af betydning for opsparingsmotiverne.

I det følgende antages kreditorers og debitorers præferencer med hensyn til formuens og gældens sammensætning alene at være en funktion af indekslånerenten, idet renten på nominallån tænkes at ligge fast. Dette er dog kun en fremstillingsteknisk forenkling, idet tilsvarende ræsonnementer kunne gennemføres for udbud og efterspørgsel som funktion af *forskellen* mellem renten på indekslån og nominallån.

Hvis alene det ovenfor under a) nævnte forhold, nemlig prisstigningsforventningerne, var afgørende for kreditors og debitors valg mellem de to låneformer, ville rentedannelsen for indekslån kunne illustreres som i fig. 3, hvor i; betegner indekslånerenten, og den procentdel af den samlede kreditgivning, der formidles over indekslånemarkedet, er angivet på den vandrette akse.

Figur 3.

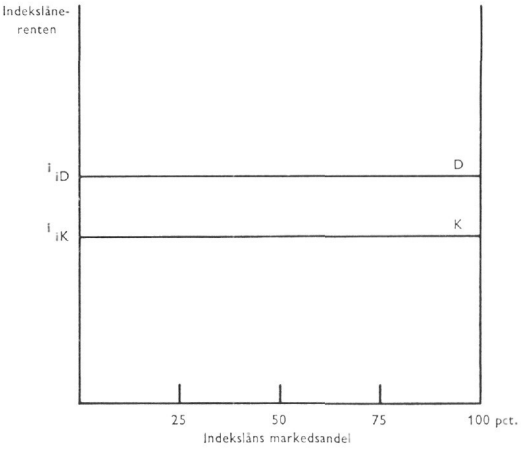


Såvel blandt kreditorerne som blandt debitorerne vil der være forskellige forventninger med hensyn til størrelsen af den forventede prisstigning. Den del af kreditorerne, der ønsker at eje indeksobligationer fremfor nominalobligationer, vil være stigende med stigende indekslånerente, idet de kreditorer, som venter en kraftig prisstigning, vil købe indeksobligationer selv ved en forholdsvis lav indekslånerente, men hvis en større del af de cirkulerende obligationer skal være indeksobligationer, kan ligevægt kun tilvejebringes ved en højere indekslånerente. Dette er angivet ved efterspørgselskurven K. Omvendt vil en større del af debitorerne foretrække at have indeksreguleret gæld, jo lavere indekslånerenten er. Dette er angivet ved udbudskurven D. K- og D-kurvernes symmetriske beliggenhed forudsætter, at den »gennemsnitlige« prisstigningsforventning er ens hos debitorer og kreditorer, og at forventningerne fordeler sig symmetrisk omkring dette gennemsnit og fordeler sig ens hos henholdsvis kreditorer og debitorer. I denne situation får man en ligevægt, hvor 50 pct. af låntagningen er indeksreguleret til en rente, i;, der er lig nominallånerenten minus den »gennemsnitligt« forventede prisstigning. Hvis derimod debitorerne typisk forventer en højere prisstigning end den, der svarer til D, vil ved enhver værdi af ij et mindre antal debitorer kunne findes på indekslånemarkedet, og man får udbudskurven D_1, som giver en ligevægt ved en lavere indekslånerente ij*, samtidig med at en mindre del af den samlede lånemasse vil være indeksreguleret, hvorimod andelen vil øges, hvis det typisk er kreditorerne, der forventer en højere prisstigning, hvilket er angivet ved

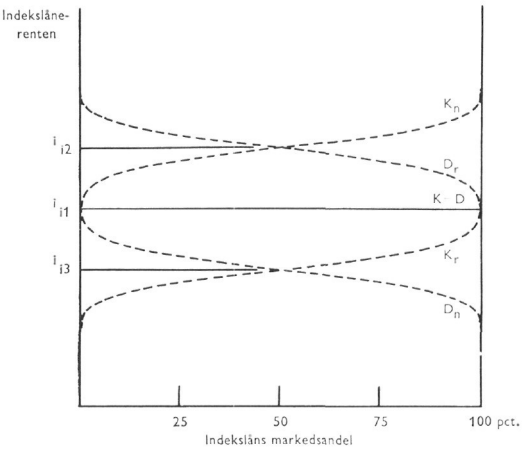
I det foregående blev det antaget, at der såvel blandt debitorerne som blandt kreditorerne var forskellige prisstigningsforventninger, hvoraf fulgte en ligevægt med indekslån og nominallån side om side. Hvis imidlertid prisstigningsforventningerne er ganske ensartede inden for hver af de to grupper, vil såvel udbuds- som efterspørgselskurverne for indekslån blive vandrette, idet f. eks. samtlige debitorer på én gang vil gå over fra det ene marked til det andet ved den indekslånerente, som svarer til nominallånerenten minus den af disse forventede prisstigning. Forventer kreditorerne alle en højere prisstigning end debitorerne, vil kreditorernes efterspørgselskurve ligge under debitorernes udbudskurve, og alle transaktioner vil finde sted på indekslånemarkedet til en rente, der vil ligge mellem i_{iD} og i_{iK} (fig- 4). Omvendt vil indekslån slet ikke kunne vinde indpas, hvis alle debitorer venter en højere prisstigning end alle kreditorer.

I det foregående har det været antaget, at kun prisstigningsforventningerne, d. v. s. den ovenfor under a) nævnte problemstilling, var afgørende for valget mellem nominal- og indekslån. Hvis kontrahenterne imidlertid ikke er sikre på, om prisstigningen bliver som forventet og derfor, selv om renteforskellen svarer til den forventede prisstigning, vil foretrække en bestemt låneform og eventuelt er villig til at give afkald på en rentefordel mod at få tilgodehavender eller forpligtelser fastsat i den foretrukne kontraktform, modificeres de i fig. 3 og 4 angivne løsninger. Betydningen af dette

Figur 4.



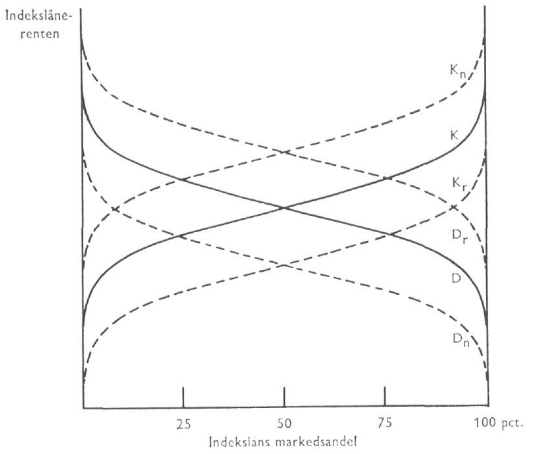
Figur 5.



forhold ses lettest i det tilfælde, hvor hele markedet venter den samme prisstigning, og hvor udbuds- og efterspørgselskurverne derfor bliver sammenfaldende vandrette linier (fig. 5). Er det hos kreditorerne, usikkerheden med hensyn til prisudviklingen gør sig gældende, og tænker man sig, at kreditorerne ville foretrække nominallån, vil de kun acceptere indekslån, hvis de kan opnå et tillæg til renten i_{i1}, d. v. s. deres efterspørgselskurve K forskydes til stillingen K_n. Når denne må antages at blive stigende, skyldes det, at nogle få af de nominalt kalkulerende kreditorer vil acceptere indekslån mod et beskedent rentetillæg, medens samtlige kreditorers overgang til indekslån vil forudsætte et relativt stort tillæg. Tilsvarende vil debitorerne, som ville foretrække at have forpligtelser i form af nominallån, forlange et afslag i indekslånerenten i;i, således at efterspørgselskurven D forskydes til D_n. Det ses altså, at hvis begge parter kalkulerer nominelt, vil indekslån ikke kunne vinde indpas, når alle har samme prisstigningsforventninger, idet

den indekslånerente, som kreditorerne vil forlange, overstiger den rente, debitorerne vil tilbyde på indekslån. Dette kan i øvrigt også indses ved følgende almindelige ræsonnement: Hvis alle har ens prisstigningsforventninger, men er usikre med hensyn til, om disse forventninger vil slå til, og i almindelighed vil foretrække at have tilgodehavender og forpligtelser nominalt fastsat, er der ikke basis for indførelse af indekslån. Med tilsvarende ræsonnementer kan udbuds- og efterspørgselskurverne for realt kalkulerende debitorer og kreditorer illustreres ved D_r og K_r. Det ses heraf, at i de tilfælde, hvor kreditorer og debitorer har forskellige præferencer, vil der fremkomme en ligevægt med delvis overgang til indekslån ved indekslånerentesatserne ij2 °g ii3 • I de øvrige tilfælde vil der ske fuldstændig overgang til indekslån eller nominallån.

Figur 6.



Idet det understreges, at fig. 4 og 5 vedrører den ret urealistiske situation, hvor prisstigningsforventningerne er ens inden for henholdsvis kreditor- og debitorgruppen og i fig. 3 endda den samme hos kreditorer og debitorer, kan man spørge, hvilken betydning problemstilling b) har i den mere realistiske situation illustreret i fig. 6, hvor prisstigningsforventningerne som i fig. 3 er forskellige inden for de to grupper. I dette tilfælde forskydes de nominalt kalkulerende kreditorers udbudskurve ligeledes opad til K_n og debitorernes tilsvarende nedad til D_n*). Kalkulerer begge parter realt, forskydes K og D til K_r og D_r. Det ses, at virkningen af disse præferencer bliver visse forskydninger i i og/eller forskydninger i indekslånenes markedsandel, men ikke at den ene eller den anden låneform ganske fortrænges.

*) Kurverne er i modsætning til fig. 5 i hele forløbet forskudt med samme rentetillæg (fradrag), idet man ellers måtte gøre forudsætninger om en sammenhæng mellem størrelsen af den forventede prisstigning og størrelsen af det forlangte tillæg (fradrag).

Ovenstående teoretiske ræsonnementer leder frem til, at der skulle være forudsætninger for at skabe et stabilt marked for både indeks- og nominalobligationer, forudsat der er en vis spredning i prisstigningsforventningerne inden for såvel debitor- som kreditorgruppen. Det virker i samme retning, hvis der hos kreditorer eller debitorer eller blot blandt grupper af disse er kontrahenter, som har præference for indekslån.

I praksis vil indførelsen af indekslån dog formentlig støde på betydelige institutionelt bestemte vanskeligheder. F.eks. vil forsikringsselskaber og pensionskasser, så længe deres forpligtelser er fastsat til bestemte pengebeløb, formentlig finde det mest naturligt at investere deres midler i nominalobligationer. På debitorsiden vil husleje- og boligstøttelovgivningen i sin nuværende udformning vanskeliggøre en udbredelse af indeksfinansiering. Disse institutionelle forhold er nærmere omtalt i afsnittene 3 og 4.

Endvidere vil man kunne komme ud for, at ændringer i forventningerne med hensyn til den fremtidige prisudvikling vil medføre visse forskydninger mellem de to markeder, og den heraf følgende uro på obligationsmarkedet kan tænkes at medføre visse vanskeligheder for de pengepolitiske myndigheder, hvilket er nærmere omtalt i afsnit 8.

3. Indekslån i boligbyggeriets finansiering.

Konsekvenserne for boligbyggeriet af finansiering med indekslån kan opdeles i tre hovedgrupper, nemlig for det første den mulige nedsættelse af den omkostningsbestemte begyndelseshusleje i forhold til den omkostningsbestemte husleje ved finansiering med nominallån, for det andet de huslejepolitiske forudsætninger og konsekvenser ved indeksfinansiering og for det tredje produktivitets- og prisudviklingens indflydelse på huslejen på længere sigt.

a. Virkning på begyndelseshuslejen.

Under samme forudsætning som i afsnit 5, nemlig at forskellen mellem renten på indekslån og renten på nominallån svarer til den forventede prisstigning, og denne forventede prisstigning finder sted, vil fordelen ved at finansiere boligbyggeri med indekslån i en periode med almindelige prisstigningsforventninger først og fremmest være muligheden for at få de samlede rente- og afdragsydelser fordelt på en måde, der bedre svarer til udviklingen i den lejeindtægt, man forventer at kunne opnå af

det pågældende byggeri. Medens summen af årlige rente- og afdragsydelser i et byggeri finansieret med normale annuitetslån er konstant over lånets løbetid, må det forventes, at den leje, det vil være muligt at opnå i hvert fald i en årrække, i almindelighed vil følge den almindelige pris- og indkomstudvikling nogenlunde, jfr. punkt *c.* I modsætning hertil vil ved finansiering med indekslån også rente- og afdragsydelser følge den almindelige prisudvikling.

Den ovenfor omtalte lavere rente på indekslån i en periode med almindelige prisstigningsforventninger vil gøre det muligt at nedbringe rente- og afdragsydelser og dermed den omkostningsbestemte husleje i nybyggeriet ved finansiering med indekslån. På den anden side vil rente- og afdragsydelserne over lånets løbetid svare til en konstant købekraft og således forventes at stige i kroner og øre.

Selv i det ekstreme tilfælde, hvor der ikke sker nogen som helst stigning i beboernes realindkomst, vil den omkostningsbestemte husleje, reguleret efter et passende indeks, i det indeksfinansierede byggeri udgøre en konstant andel af beboernes indkomst, medens den ved finansiering med nominallån vil udgøre en forholdsvis stor del af beboernes indkomst umiddelbart efter opførelsen, men derefter en faldende andel afhængig af, hvor kraftig en prisstigning der faktisk indtræffer. Dette kan udtrykkes på den måde, at der *realt* set afdrages en betydelig større del af gælden i de første år, end det fremgår af amortisationsplanen, hvilket f.eks. fremgår af tabel 1 og 2 og fig. 7 og 9 i afsnit 5.

Under de forudsætninger, der ligger til grund ved opstilling af disse tabeller, fremgår det af tabel 2, tredjesidste og sidste kolonne, at realværdien af restgælden af det indeksregulerede annuitetslån efter 20 terminer udgør 90 pct. af den oprindelige gæld, og efter 50 terminer er restgælden af det indeksregulerede lån stadig over 60 pct. af den oprindelige gæld (realværdi), men under 23 pct. for nominallånets vedkommende. Det ses altså, at nominallånet afdrages med en langt større del i den første del af løbetiden end det indeksregulerede lån. Dette fremgår også af den stiplede kurve i fig. 9, som viser realværdien af nominallånets restgæld i procent af den oprindelige nominelle gæld, og af at ydelsens realværdi er konstant 2,90 for så vidt angår det indeksregulerede lån, men aftagende fra 4,59 til 0,96 for nominallånet.

b. Husleje- og skattepolitiske forudsætninger m. v.

Ved en undersøgelse af, om indekslån vil kunne vinde indpas i boligfinansieringen, er det nødvendigt at behandle forskellige institutionelt betingede forhold, som er af betydning for boligbyggeriets finansieringsvilkår.

For det første vil det ved finansiering med indekslån være nødvendigt, at en eventuel huslejekontrol tillader lejestigninger i byggeri finansieret med indekslån i takt med den almindelige prisudvikling eller snarere, at der ved beregning af den omkostningsbestemte leje inkluderes reguleringstillæg af rente- og afdragsydelser. Formentlig er der ikke i den bestående lovgivning nogen hindring for, at en sådan regulering kan finde sted, i hvert fald i det almennyttige byggeri. Det reelle problem, om det pågældende byggeri fortsat vil kunne udlejes til en leje, der også dækker indeksregulering af rente- og afdragsydelserne, vil blive behandlet nedenfor under c.

For det andet er omfanget af eventuelle rentelempelsesordninger for nybyggeriet afgørende for mulighederne for at finansiere boligbyggeri med indekslån.

Så længe rentesikringsordningen for det almennyttige byggeri i henhold til lov nr. 160 af 11. maj 1966, hvorefter det offentlige yder et tilskud svarende til forskellen mellem den faktiske renteudgift og en beregnet renteudgift ved en markedsrente på 6,5 pct., er i kraft, vil der ikke være noget incitament til at finansiere dette byggeri med indekslån, idet den reduktion i renten, som ville kunne opnås ved finansiering med indekslån, i betydeligt omfang ville blive opvejet af et mindre tilskud under rentesikringsordningen. Da finansiering med indekslån imidlertid ikke kan forventes at medføre en lavere effektiv rente over lånets løbetid under ét, men blot en ændret tidsmæssig fordeling af ydelserne, vil man ved finansiering af almennyttigt byggeri med indekslån gå glip af et offentligt tilskud i medfør af rentesikringsordningen. Dette kan også udtrykkes på den måde, at rentegarantiordningen ved finansiering med nominallån i den første del af lånets løbetid reducerer huslejen på samme måde, som det måske ville kunne opnås ved finansiering med indekslån, men uden at denne fordel senere skal »tilbagebetales« i form af stadig stigende indekstillæg til rente- og afdragsydelserne (forudsat den faktiske prisudvikling bliver som forventet). For så vidt skulle selve muligheden for at fi-

nansiere boligbyggeri med indekslån til en »rimelig« rente ophæve behovet for generelle rentetilskudsordninger, men samtidig vil disses bortfald være en betingelse for, at indekslån vil kunne vinde indpas i finansieringen af den del af boligbyggeriet, der ville være berettiget til at modtage tilskud under rentesikringsordningen.

Hvis eventuelle rentelempelsesordninger derimod har form af långivning til nedbringelse af begyndelseshusleje, »rentehenstandslån«, f.eks. af den type, som er omtalt side 7 (bilag side 34) i Udvalgets foreløbige redegørelse til boligministeren, og de pågældende lån skal forrentes og tilbagebetales, efterhånden som en almindelig stigning i prisniveauet gør det muligt at sætte huslejen op, skulle der ikke være nogen hindring for, at indekslån kan vinde indpas i boligbyggeriets finansiering, idet rente- og afdragsydelserne og disses tidsmæssige fordeling, hvis prisudviklingen bliver som den forventede, i hvert fald i en lang årrække vil være den samme ved en kombination af nominallån og »rentehenstandslån« som ved finansiering med indekslån. På den anden side består der heller ikke noget særligt incitament til at optage indekslån, hvis »rentehenstandslån« i forbindelse med nominallån kan opnås.

Indekslåns skattemæssige stilling under den nuværende lovgivning, herunder især spørgsmålet om fradragsret og skattepligt for indekstillægget, er nærmere behandlet i afsnit 7. Hvis den skattemæssige stilling bliver den, at renter, herunder også renten af den med indekstillæg regulerede restgæld, bliver fradragsberettiget udgift hos debitor og skattepligtig indkomst hos kreditor, hvorimod eventuelle indekstillæg til afdragsydelserne behandles som afdrag, vil det samlede skattefradrag for renteudgifter blive mindre ved finansiering med indekslån end ved finansiering med nominallån. Hvis imidlertid kreditor betaler samme marginale indkomstskat som debitor, opnår kreditor ved køb af indeksobligationer fremfor nominalobligationer tilsvarende at få en del af sin renteindtægt omdannet til skattefrie indekstillæg på afdragsydelserne. I dette tilfælde bevirker skattelovgivningen altså ingen forskydning mellem de to låneformer, men blot en tendens til, at renten på indekslån plus den forventede gennemsnitlige prisstigning bliver lidt lavere end renten på nominallån.

Medens en indkomstskattepligtig debitor som ovenfor omtalt går glip af et vist skattefradrag ved finansiering med indekslån, er dette ikke tilfældet f.eks. for de almennyttige boligselskabers vedkommende. Disse vil derfor kunne tilbyde kreditor den samme samlede rente som af nominallån, samtidig med at denne får en skattemæssig fordel, hvis han er indkomstskattepligtig, eller vil måske kunne opnå lån til en lavere samlet rente end renten på nominallån. Indekslån skulle derfor efter de gældende skatteregler have gode muligheder for at finde indpas i finansieringen af det almennyttige boligbyggeri.

Det kan endelig nævnes, at finansieringen af socialt boligbyggeri med indekslån vil forringe mulighederne for at stille sikkerhed eller opnå lån mod pant i tidligere opført indeksfinansieret byggeri. Dette skyldes navnlig det realt set langsommere afdragstempo, som under en prisstigning er en følge af indeksfinansiering, hvilket vil formindske den ubelånte del af ejendomsværdlen sammenlignet med traditionelt finansieret byggeri.

c. Produktivitets- og prisudvikling på længere sigt.

Formålet med at gå over til finansiering af boligbyggeri med indekslån skulle som ovenfor nævnt være., at man herved skulle kunne opnå en nedsættelse af huslejen i nybyggeriet mod til gengæld at tilbyde pristalsregulering af rente- og afdragsydelser, hvilket igen forudsætter en omtrent tilsvarende regulering af huslejen i det pågældende byggeri.

Spørgsmålet er, om boligbyggeriet vil kunne tage den risiko, der følger af, at de fremtidige kapitaludgifters størrelse i kroner og øre ikke kan forudses, og om det vil være muligt at udleje lejligheder, hvis leje pristalsreguleres, hvis de skal konkurrere med senere nybyggeri. Afgørende for dette spørgsmål må være udviklingen i løn og priser, produktivitet og rente. Det kan i denne forbindelse nævnes, at en række erhvervslejemål, som er indgået for en længere årrække, er forsynet med en indeksklausul.

Produktivitetsudviklingen alene vil ikke kunne forstyrre det indeksfinansierede byggeris konkurrenceevne, hvis den er den samme i byggeriet som i økonomien i øvrigt. Byggeomkostningerne vil nemlig beholde den hidtidige plads i prisstrukturen, og det samme vil huslejen i et tidligere opført indeksfinansieret byggeri, idet kapitaludgifterne antages at være det væsentligste omkostningselement. Under disse forudsætninger vil enhver prisændring give anledning til den samme ændring i husleje i nyt

byggeri og i det ældre indeksfinansierede byggeri.

Tænker man sig imidlertid, at produktiviteten stiger stærkere i byggeriet end i de øvrige sektorer, eller - hvad der vil have samme virkning - byggeriets produktionsfaktorer får en relativt lavere aflønning, vil man kunne komme ud for, at det indeksfinansierede byggeri ikke kan konkurrere med nybyggeriet.

Til belysning af udviklingen i byggeomkostningerne sammenholdt med den almindelige prisudvikling kan anføres et af boligministeriet udarbejdet indeks for det sociale etagebyggeris godkendte omkostninger eksklusive kurstab pr. m^2 etageareal i hovedstadsområdet.

År	Anskaffelses-omk. inkl. grundudg. 1958/59 = 100*)	Anskaffelses-omk. ekskl. grundudg. 1958/59 = 100*)	Det lønregulerende oktoberpristal okt. 1958 = 100
1958/59	100	100	100
1959/60	102	102	102
1960/61	107	104	103
1961/62	141	140	106
1962/63	144	138	114
1963/64	154	147	117
1964/65	157	152	122
1965/66	178	161	131

*) Foreløbig opgørelse.

Det ser altså ikke ud til, at regulering af rente- og afdragsydelserne med det lønregulerende pristal i den betragtede periode ville have medført udlejningsvanskeligheder i det ældre indeksfinansierede byggeri som følge af konkurrencen med nybyggeriet.

Et andet udtryk for udviklingen i byggeomkostningerne har man i det af Danmarks Statistik beregnede byggeomkostningsindeks, hvor stigningen sammenholdt med opgangen i det lønregulerende pristal har været som følger:

År	Byggeomkostnings-indeks juli 1955 = 100	Det lønregulerende pristal juli 1955 = 100
1955	100	100
1956	104	106
1957	107	109
1958	107	110
1959	108	112
1960	112	113
1961	121	117
1962	124	122
1963	133	128
1964	140	135
1965	155	143

Det fremgår, at det lønregulerende pristal i enkelte år i slutningen af 1950'erne steg en smule kraftigere end byggeomkostningerne, medens byggeomkostningsindekset i de seneste år er steget væsentlig kraftigere. Det må dog herved tages i betragtning, at dette indeks kun giver udtryk for de overenskomstmæssige lønstigninger, men inkluderer omsætningsafgift af byggematerialerne, som senere refunderes bygherren. Ved beregning af byggeomkostningsindekset tages der ikke hensyn til produktivitetsfremskridt i byggeriet. Indekset er derfor ikke særlig velegnet til belysning af udviklingen i byggeomkostningerne på langt sigt.

Også renteudviklingen er afgørende for konkurrenceevnen over for nybyggeriet, og herunder må det overvejes, om indeksobligationer skal have den samme adgang til konvertering i tilfælde af et almindeligt rentefald.

Der vil således kunne opstå en vanskelig situation for det indeksfinansierede byggeri, hvis der, efter at denne finansiering har fundet sted, sker en ændring i forventningerne til den fremtidige prisstigning, således at renten på nominallån falder uden et tilsvarende fald i renten på indekslån. Hvis derpå en del byggeri finansieres med disse lavt forrentede nominallån, og der derefter indtræffer en kraftig stigning i prisniveauet, vil det indeksfinansierede byggeri kunne blive dyrere end det i mellemperioden traditionelt finansierede. I områder med en fortsat efterspørgsel efter nybyggeri vil det imidlertid være lejen i dette nybyggeri, der er afgørende for den leje, ældre byggeri vil kunne udlejes til. Da en kraftig prisstigning også vil påvirke huslejen i nybyggeriet, vil det formentlig fortsat være muligt at udleje det indeksfinansierede byggeri i konkurrence med nybyggeriet, selv om der vil være andet ældre byggeri, hvor huslejen vil kunne sættes lavere. Der kan dog tænkes visse regionalt afgrænsede vanskeligheder, idet en skematisk indeksregulering af huslejen særlig under frie forhold kan blive vanskelig at praktisere, hvis markedssituationen i en bestemt egn eller kvarter skifter i lejernes favør.

Alt i alt synes disse overvejelser at lede frem til, at risikoen for, at indeksfinansieret byggeri skal komme ud for vanskeligheder ved at konkurrere med nybyggeriet, ikke kan antages at være særlig stor, og at risikoen i sig selv ikke er forskellig fra den udlejningsrisiko, som traditionelt finansieret byggeri kan komme ud for. Dette forhindrer dog ikke, at risikoen faktisk

kan forekomme debitor eller kreditor at være for stor og således vanskeliggøre introduktionen af sådanne lån. Dette gælder særlig, såfremt der sideløbende sker en almindelig ændring af huslejepolitikken og situationen på boligmarkedet.

4. Kreditorernes valg mellem nominal- og indeksobligationer.

Afgørende for kreditorernes valg mellem nominallån og indekslån må for det første (jfr. afsnit 2, punkt a) være den sagkundskab eller måske snarere den realisme, hvormed de vurderer den fremtidige prisstigning. Blandt kreditorerne vil institutionelle købere som forsikringsselskaber og pensionsfonds kunne foretage systematiske overvejelser om den fremtidige prisudvikling. Disse kreditorers bedømmelse af prisudviklingen kan næppe antages at afvige meget fra de institutionelle debitorer, som især tænkes at være interesserede i finansiering med indekslån, nemlig de almennyttige boligselskaber. Derimod vil overvejelserne hos eventuelle private købere af indeksobligationer formentlig være af mindre systematisk karakter. På den ene side ser det nemlig ud til, at en del passive kapitalister selv efter adskillige års prisstigning har foretaget økonomiske dispositioner uden at tage prisstigningstendensen i betragtning. På den anden side må de senere års stærke interesse for køb af grunde og anden fast ejendom sikkert tages som udtryk for stærke prisstigningsforventninger hos disse grupper af købere, og som nævnt er sådanne betydelige forskelle i prisstigningsforventningerne en af forudsætningerne for, at et marked for indekslån og et marked for nominallån kan eksistere side om side.

Et forhold, som vil kunne vanskeliggøre en rolig udvikling af indekslånemarkedet, er, jfr. kap. III, en tilsyneladende tendens til, at interessen for anskaffelse af værdisikrede aktiver svinder ind selv efter en ret kortvarig stabilisering af prisudviklingen, hvilket må fortolkes på den måde, at kreditorernes prisstigningsforventninger reagerer hurtigt på ændringer i den aktuelle prisudvikling. Dette vil igen medføre, at kreditorerne ikke vil acceptere indeksobligationer med en væsentlig lavere rente end renten på nominallån. Grunden til denne mangel på symmetri er formentlig bl.a., at det for kreditorerne er et spørgsmål om større eller mindre fremtidige kapitalindtægter, hvorimod en undervurdering af prisstigningen ved optagelse af indekslån for debitor kan betyde, at solvensen sættes på spil. En sådan tendens til, at indekslånemarkedet periodevis svinder ind, vil vanskeliggøre, at indekslån får en betydelig udbredelse, idet betydelige købere, f.eks. forsikringsselskaber, formentlig vanskeligt vil kunne gøres interesserede, medmindre de kan regne med en vis stabilitet i udbuddet.

Hertil kommer for det andet (jfr. afsnit 2, punkt b), om kreditorerne, selv om det forventede afkast af indekslån og nominallån er ens, vil foretrække en bestemt kontraktform. Her må det være afgørende, hvad kapitalindtægterne skal bruges til, herunder kontraktformen for eventuelle modstående forpligtelser.

Blandt private obligationskøbere må selvpensionister antages at have interesse for at investere i indeksobligationer, idet de netop må formodes at være interesserede i at sikre kapitalindtægternes købekraft på lang sigt. Om pensionsfonds og forsikringsselskaber vil optræde som købere, må i høj grad afhænge af de modstående pensionsforpligtelser. Bl.a. fordi disse i øjeblikket er fastsat til et bestemt beløb i kroner og øre, er der på nuværende tidspunkt formentlig ikke nogen større interesse for at investere i indeksobligationer. På den anden side tyder selskabernes ønsker om i større grad end hidtil at kunne investere i aktier og fast ejendom på en betydelig interesse for at erhverve værdisikrede aktiver. Hvis imidlertid pensionsordningerne forsynes med en pristalsregulering, hvad de pensionsberettigede må antages at være interesserede i, vil dette formentlig forudsætte mulighed for at kunne investere i en form for værdisikrede aktiver. Selv hvis der ikke er tale om pristalsregulerede pensions- og forsikringskontrakter, ville selskaberne formenltig have en interesse i at kunne udbetale en bonus svarende til prisstigningen. Dette vil kunne finde sted, hvis de anvendte pensionstabeller ikke forudsætter en højere rentesats end den, der kan opnås på indekslån, og eventuelle indvundne reguleringstillæg på de købte obligationer udbetales som bonus. Selskaberne vil herved undgå at komme i vanskeligheder, selv om udbuddet af indeksobligationer skulle svinde ind.

Foruden de ovennævnte forhold vil en problemstilling af en helt anden karakter, nemlig kreditorernes tillid til, at indeksreguleringen vil blive opretholdt også i perioder med kraftig prisstigning, være afgørende for disses valg mellem indeks- og nominalobligationer.

5. Indekslåns konstruktion.

a. Indekstillæggets udbetaling.

Indeksregulering vil kunne kombineres med alle almindeligt anvendte låneformer som f.eks. annuitetslån, serielån og faste lån.

Ved boligfinansiering med indekslån vil den mest hensigtsmæssige form formentlig være en regulering af restgælden hver termin i overensstemmelse med udviklingen i reguleringsindekset. Renten beregnes herefter af den således regulerede restgæld, og eventuelle afdrag vil udgøre den samme brøkdel af den regulerede restgæld som forudset i amortisationsplanen. Ved denne metode vil gælden blive amortiseret over det forudsete antal terminer, idet såvel rente som afdragsydelse og dermed den samlede terminsydelse vil variere i takt med reguleringsindekset og således repræsentere en konstant købekraft. [3])

Et eksempel på udviklingen i restgæld og ydelse af således indeksregulerede annuitets- og serielån sammenholdt med et nominalt annuitetslån med samme kursværdi er givet i tabel 1 og i fig. 7 og 8.

Tabel 1. Ydelse og restgæld pr. 100 kr. lånebeløb af et 5 pct. nominalt annuitetslån (N.A.) til kurs 62 (effektiv rente 9,1 pct.) og 5 pct. indeksregulerede annuitets- og serielån (I.A. og I.S.) til parikurs. Løbetid 40 år, forventet prisstigning 4 pct. p.a.

Termin	Pristal (låneoptagelsestidspunktet = 100)	Ydelse			Rente			Afdrag			Restgæld			Restgæld af N. A. i pct. af opr. restgæld
		N. A.	I. A.	I. S.	N. A.	I. A.	I. S.	N. A.	I. A.	I. S.	N. A.	I. A.	I. S.	
		kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	pct.
1.	102,00	4,68	2,96	3,83	4,03	2,55	2,55	0,65	0,41	1,28	160,64	101,59	100,73	99,60
10.	121,90	4,68	3,54	4,23	3,87	2,93	2,71	0,81	0,61	1,52	154,01	116,40	106,66	95,49
20.	148,59	4,68	4,31	4,70	3,64	3,36	2,84	1,04	0,95	1,86	144,70	133,31	111,44	89,71
30.	181,14	4,68	5,25	5,14	3,35	3,77	2,88	1,33	1,48	2,26	132,78	149,11	113,21	82,32
40.	220,80	4,68	6,40	5,59	2,98	4,08	2,83	1,70	2,32	2,76	117,52	160,87	110,40	72,86
50.	269,16	4,68	7,81	5,98	2,50	4,17	2,61	2,18	3,64	3,37	97,99	163,51	100,94	60,75
60.	328,10	4,68	9,51	6,27	1,89	3,84	2,17	2,79	5,67	4,10	72,98	148,47	82,03	45,25
70.	399,96	4,68	11,60	6,36	1,11	2,76	1,36	3,57	8,84	5,00	40,97	101,59	50,00	25,40
80.	487,54	4,68	14,14	6,24	0,11	0,34	0,15	4,57	13,80	6,09	0	0	0	0

Beregningerne hviler på to forudsætninger: 1) at forskellen mellem renten på indekslån og nominallån svarer til den forventede prisstigning, således at afkastet af indekslån og nominallån bliver det samme, hvis prisstigningsforventningerne slår til, 2) at den faktiske prisstigning bliver som den forventede. Det skal dog tilføjes, at tilfældige udsving i de enkelte års prisstigning ikke forstyrrer beregningerne væsentligt, når blot den gennemsnitlige prisstigning over nogle år svarer til den forventede.

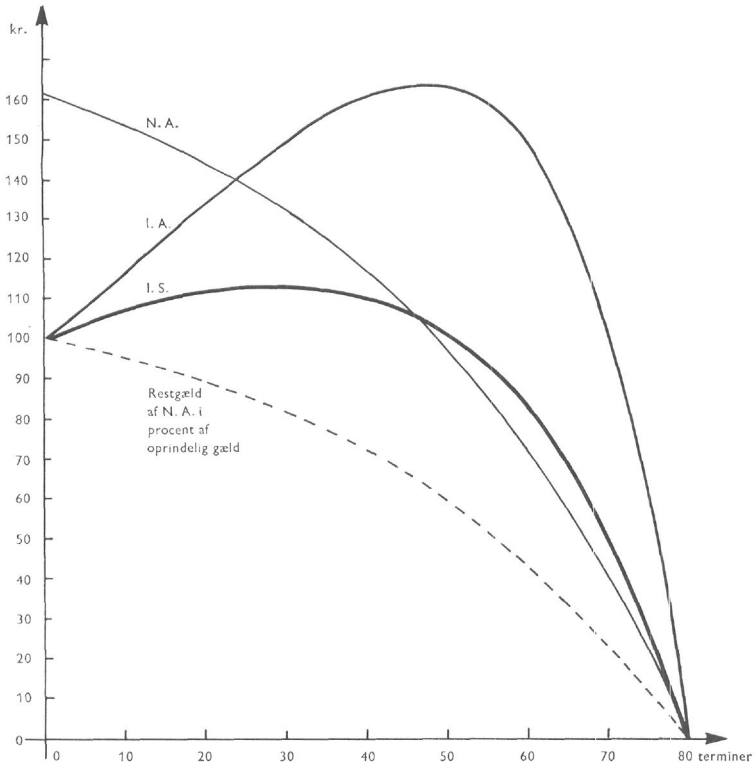
I eksemplet er det antaget, at indekslånerenten er 5 pct. p.a., den forventede prisstigning 4 pct. p.a. og nominallånerenten pr. halvår hermed, jfr. bemærkningerne side 11,

$$\frac{102{,}5 \cdot 102}{100} \div 100\text{-}4.35,$$

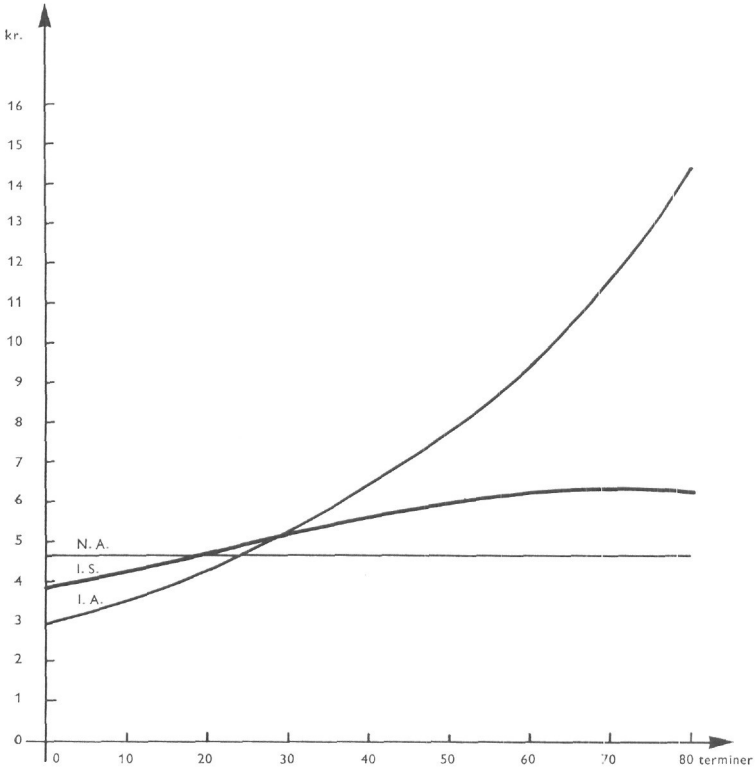
d.v.s. 9,1 pct. p.a., hvilket svarer til kurs 62 for et lån med nominel rente 5 pct. p.a. og med den fastsatte løbetid 40 år (80 terminer).

Tabel 1 og fig. 7 viser, at restgælden af indekslånene i de første terminer viser en stigende tendens målt i kroner. Dette gælder især for annuitetslånet, idet afdragene her er af ret beskeden størrelse i de første terminer. Det kan dog heroverfor nævnes, at man i praksis ved finansiering med nominallån påtager sig en nominel gæld, der overstiger låneprovenuet. Tænker man sig således, at finansieringen var sket med et 5 pct. nominallån, vil en effektiv rente på 9,1 pct. svare til en kurs på 62 og en nominel begyndelsesgæld på godt 160 pct. af provenuet. Dette er, som det fremgår af fig. 7, af samme størrelsesorden som den maksimale restgæld af indekslånet under den forventede prisstigning på 4 pct. p.a.

[3]) Det er i denne forbindelse forudsat, at renten beregnes af restgælden reguleret med det ved den pågældende termin gældende indeks og ikke med indekset ved den foregående termin. Såvel af praktiske grunde som for at undgå et for langt »efterslæb« i reguleringen af renten vil denne fremgangsmåde være at foretrække.



Figur 7. Restgæld pr. 100 kr. lånebeløb af et 5 pct. nominalt annuitetslån (N.A.) til kurs 62 (effektiv rente 9,1) og 5 pct. indeksregulerede annuitets- og serielån (I.A. og I.S.) til pari kurs. Løbetid 40 år, forventet prisstigning 4 pct.

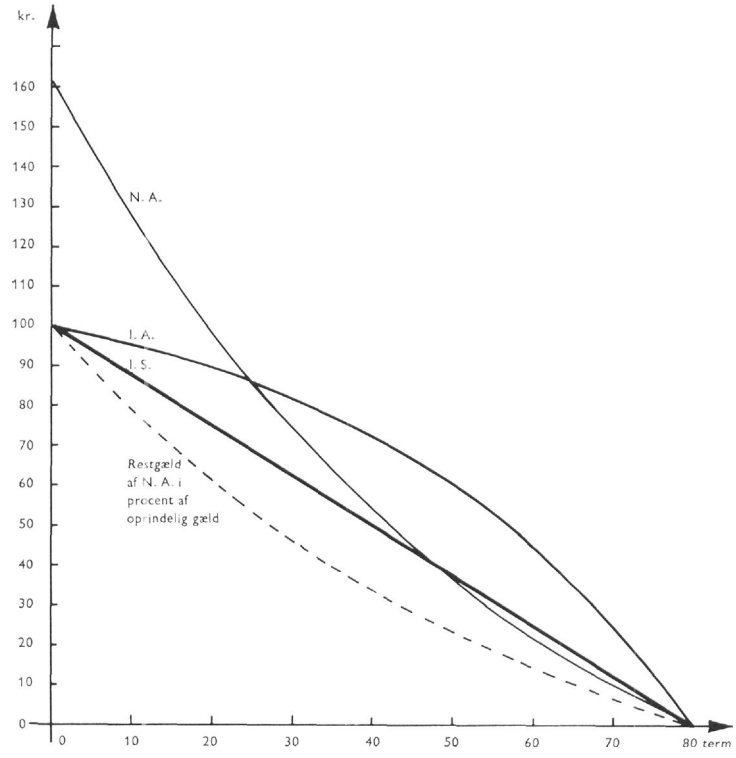


Figur 8. Terminsydelse af de i figur 7 viste lån.

Tabel 2. Realværdien af de i tabel 1 anførte beløb.

Termin	Pristal (låne-optagelses-tidspunktet = 100)	Ydelse			Rente			Afdrag			Restgæld			Restgæld af N. A. i pct. af opr. restgæld
		N. A.	I. A.	I. S.	N. A.	I. A.	I. S.	N. A.	I. A.	I. S.	N. A.	I. A.	I. S.	
		kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	kr.	pct.
1.	102,00	4,59	2,90	3,75	3,95	2,50	2,50	0,64	0,40	1,25	157,49	99,60	98,65	97,65
10.	121,90	3,84	2,90	3,47	3,17	2,40	2,22	0,67	0,50	1,25	126,34	95,49	87,50	78,33
20.	148,59	3,15	2,90	3,16	2,45	2,26	1,91	0,70	0,64	1,25	97,38	89,71	75,00	60,37
30.	181,14	2,58	2,90	2,84	1,85	2,08	1,59	0,73	0,82	1,25	73,30	82,32	62,50	45,45
40.	220,80	2,12	2,90	2,53	1,35	1,85	1,28	0,77	1,05	1,25	53,22	72,86	50,00	33,00
50.	269,16	1,74	2,90	2,22	0,93	1,55	0,97	0,81	1,35	1,25	36,41	60,75	37,50	22,57
60.	328,10	1,43	2,90	1,91	0,58	1,17	0,66	0,85	1,73	1,25	22,24	45,25	25,00	13,79
70.	399,96	1,17	2,90	1,59	0,28	0,69	0,34	0,89	2,21	1.25	10,24	25,40	12,50	6,35
80.	487,54	0,96	2,90	1,28	0,02	0,07	0,03	0,94	2,83	1.25	0	0	0	0

Figur 9. Realværdien af de i figur 7 viste restgældsbeløb.

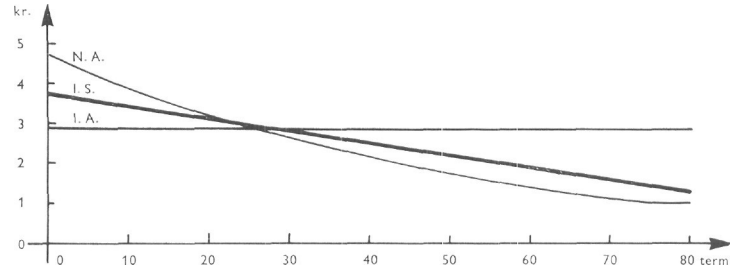


I tabel 2 og fig. 9 og 10 er vist realværdien af restgæld og ydelse af de ovenfor omtalte lån. Tallene i tabel 2 fremkommer ved division af tallene i tabel 1 med det forventede »pristal«, som er anført i kolonne 1. Det bemærkes, at realværdien af restgæld og ydelse af indekslånene ifølge sagens natur er uafhængige af prisudviklingen. Den stiplede kurve i fig. 7 og 9 er omtalt i afsnit 3 a.

En anden måde at indeksregulere indekslån på ville være, at der ved første termin efter den indtrufne prisstigning foruden renten udbetaltes et beløb til kreditor svarende til faldet i restgældens realværdi. Hvis f.eks. indekslånets rente var $2^1/_2$ pct. pr. termin og prisstigningen i forhold til den foregående termin 2 pct., skulle der altså af et lån med en restgæld på 100 kr. foruden eventuelt afdrag betales en

rente på 2,50 kr. og et indekstillæg på 2 kr. Ved finansiering af boligbyggeri vil denne konstruktion dog være uhensigtsmæssig, idet man, hvis en prisstigning indtræffer, ikke opnår nogen nedsættelse af ydelsen i den første del af løbetiden, og idet ændringer i prisstigningstakten vil slå igennem i form af svingende ydelser fra termin til termin.

Figur 10. Realværdien af de i figur 8 viste terminsydelser.



b. Begrænsninger i indeksreguleringen.

I det foregående har det været antaget, at der ved indeksreguleringen fuldt ud skulle kompenseres for ændringer i prisniveauet. Forskellige indskrænkninger i reguleringens omfang kan dog tænkes, og ved sådanne indskrænkninger vil der normalt være tale om en modsætning mellem kreditorer og debitorer.

For det første vil kreditorerne muligvis forlange, at restgælden ved prisfald ikke kan reguleres ned under det beløb, den ville have andraget under et konstant prisniveau, hvilket naturligvis ikke udelukker, at restgælden på et givet lån reguleres ned, hvis der er gået en prisstigning i forvejen.

En begrænsning til fordel for debitorerne vil være, at der kun gives kompensation for f.eks. 50 pct. af eventuelle prisændringer. En stor del af de i Finland forekommende indekslån, således f.eks. livsforsikringsselskabernes udlån, er forsynet med en indeksklausul af denne form. Hvis formålet med anvendelse af indekslån i boligbyggeriets finansiering er at opnå en betydelig reduktion af begyndelseshuslejen, mod at lejen derefter reguleres i takt med det almindelige prisniveau, forekommer en sådan klausul ikke særlig hensigtsmæssig. Hvis man skulle ønske en delvis regulering af kapitaludgifterne, ville dette i øvrigt kunne opnås ved at finansiere det pågældende byggeri delvis med nominallån og delvis med indekslån.

Endelig kan indeksreguleringen tænkes indskrænket ved fastsættelse af et maksimum for det samlede indekstillæg. Et sådant »tag« over indeksreguleringen vil naturligvis formindske debitors risiko i tilfælde af en meget kraftig inflation, men på den anden side vil sådanne obligationer i deres egenskab af værdisikrede aktiver blive af væsentlig mindre interesse for kreditor, da det jo netop er risikoen i forbindelse med en uforudset kraftig inflation, man ønsker at sikre sig imod ved køb af indeksobligationer. Hvis i øvrigt »taget« nås, mange år før lånet er færdigamortiseret, og der på dette tidspunkt stadig er kraftige indflationsforventninger, vil de udstedte obligationer komme til at stå i en forholdsvis lav kurs, idet lånet i sin oprindelige egenskab af indekslån fortsat bærer en relativ lav rente, samtidig med at indeksreguleringen er sat ud af kraft. Ikke mindst på grund af denne sidstnævnte risiko for kursfald vil indeksobligationer med »tag« over indekstillægget formentlig blive ret vanskelige at afsætte.

c. Valg af reguleringsindeks.

Fra kreditorernes side vil man formentlig foretrække, at det anvendte reguleringsindeks så vidt muligt sikrer opretholdelse af ydelsernes købekraft over for forbrugsgoder, hvilket bedst vil kunne opnås ved anvendelse af et forbrugerprisindeks. Da indkomsterne hos en væsentlig del af befolkningen reguleres efter reguleringspristallet, er det nærliggende at lade dette indeks danne grundlag for indeksreguleringen. Ved en sådan regulering ville kreditorerne ikke få indeksregulering for den del af prisændringen, der skyldes ændringer i den indirekte beskatning.

Fra debitorernes synspunkt ville et indeks for husleje principielt indebære den mindste risiko. Et sådant indeks måtte dog være baseret på en markedsprisidannelse for huslejen eller på hus-

leje i nybyggeri af tilsvarende standard. En betryggende beregning af et sådant indeks ville formentlig være vanskeligt at foretage. Tillige består der den mulighed at anvende et byggeomkostningsindeks som reguleringsindeks, hvilket i princippet vil give mulighed for at etablere et ensartet huslejeniveau i den samlede boligmasse. Da der ved beregning af byggeomkostningsindekset ikke tages hensyn til produktivitetsændringer i byggeriet, er dette indeks imidlertid mindre egnet som reguleringsgrundlag for langfristede fordringer. Den væsentligste indvending mod byggeomkostningsindeks er formentlig, at kreditorerne vil foretrække et forbrugerprisindeks, og at det fra debitorernes synspunkt ikke vil være af større betydning, hvilket indeks der vælges, da de to indeks må forventes at udvikle sig ret parallelt, jfr. omtalen side 18 af debitorernes stilling ved finansiering med indekslån. Endelig vil en stor del af beboerindkomsterne være reguleret med et forbrugerprisindeks (renset for afgifter).

Ved fastlæggelse af reguleringsindekset opstår endvidere det problem, at man må sikre sig, at indekset bliver beregnet på et principielt ensartet grundlag over en meget lang periode, idet det dog må forudsættes, at der kan ske ændringer i beregningsgrundlaget i forbindelse med forskydninger i forbrugsvanerne.

d. Tekniske problemer i forbindelse med indeksreguleringen.

Realkreditinstitutternes udlån er delt op i serier og/eller afdelinger, hvor der ydes lån i den periode, den pågældende serie eller afdeling er »åben«. Da denne periode som regel strækker sig over adskillige år, vil det sige, at obligationer udstedt over en vis årrække kommer i samme pulje i den almindelige omsætning og ved udtrækninger. Ved overgang til indekslån er det imidlertid nødvendigt at fastlægge et bestemt udgangspunkt for lånets/obligationens indeksregulering, hvorfor det formentlig bliver nødvendigt at forkorte åbningsperioden til f.eks. et år. Man kunne da anvende juli-indekset eller et gennemsnitligt årsindeks som basis for reguleringen og derefter anvende indekset pr. oktober og april med basisindekset = 100 ved beregning af terminsydelsen pr. januar og juli termin, første gang ved januar-terminen umiddelbart efter udløbet af åbningsperioden. Rentekuponer og obligationer måtte være påtrykt året for obligationens udlevering og pålydende værdi i dette års prisniveau. Forud for hver termin måtte reguleringsindekset beregnes med udgangspunkt i samtlige de år, hvor der var blevet udleveret indeksobligationer og kuponer, og udtrukne obligationer ville ved en given termin blive indfriet med deres pålydende værdi reguleret med det relevante reguleringsindeks.

6. Pantesikring af indekslån.

I forbindelse med pantesikring af indekslån opstår der formentlig to hovedgrupper af problemer, nemlig for det første, om indeksregulerede panterettigheder overhovedet kan tinglyses i henhold til den gældende tinglysningslov, og i bekræftende fald, hvorledes eventuelle panthavere, som i prioritetsrækken står efter den indeksregulerede panteret, vil være stillet. For det andet opstår det spørgsmål, om de eksisterende realkreditinstitutter i henhold til den gældende lovgivning vil kunne yde indeksregulerede lån og udstede indeksregulerede obligationer.

Med hensyn til det første spørgsmål stilles det i Tinglysningslovens § 10, stk. 3, som betingelse for tinglysning, at:

»Dokumentet kan være betinget eller knyttet til en tidsfrist, men dets indhold må være endelig fastsat. Skadesløsbreve kan dog udstedes under angivelse af størstebeløb for gælden.«

At der således stilles krav om, at indholdet må være »endelig fastsat«, kunne antages at hindre tinglysning af en panteret, hvis størrelse ikke er fastsat til noget bestemt beløb i kroner og øre, men er afhængig af udviklingen i et reguleringsindeks. Dette er dog ikke tilfældet. Såvel i teorien [4]) som i domspraksis er der givet udtryk for, at en panteret var endelig fastsat og dermed kunne tinglyses, selv om tilbagebetaling skal ske efter guldklausuler og andre værdiklausuler. I de sager, som har været indbragt for domstolene, har der dog kun været tale om guld- og valutaklausuler samt om regulering efter en enkelt pris, nemlig bygprisen i henhold til kornnoteringen på Københavns børs. Hos W. E. von Eyben og Knud Illum siges det udtrykkelig, at også panterettigheder, som reguleres med et prisindeks, vil kunne tinglyses.

Panterettigheder, fastsatte som en bestemt andel af en ejendoms værdi, er ved et par domme blevet afvist fra tinglysning. Disse afgørelser er dog senere blevet kritiseret af Fr. Vinding

[4]) W. E. v. Eyben: Panteret 1963, s. 63, Fr. Vinding Kruse: Ejendomsretten 1957, s. 1457-58, og Knud Illum: Tinglysning 1965, s. 77.

Kruse [5]). Der er senere afsagt dom for, at en panteret, som skulle reguleres efter ejendommens værdi i henhold til ejendomsskyldvurderingen, kunne tinglyses. Det almindelige indtryk er, at det i henhold til gældende ret ikke er afgørende for tinglysning af en panteret, om man ved tinglysningen kan forudse panterettens beløbsmæssige størrelse på et fremtidigt tidspunkt, men at det på det fremtidige tidspunkt skal være muligt utvetydigt at fastslå panterettens beløbsmæssige størrelse. Ved tinglysning af indeksregulerede panterettigheder vil det derfor være nødvendigt at præcisere ret nøje, hvilken form for reguleringsindeks der skal anvendes, og at sikre sig, at det pågældende indeks vil blive beregnet over hele lånets løbetid, hvilket ved finansiering af boligbyggeri vil sige mindst 30-40 år. Som et eksempel på vanskeligheder, som ville kunne opstå som følge af utilstrækkelig præcisering af indekset, kan man tænke sig, at en panterettighed tinglyst før 1963 skulle reguleres efter »Det af Danmarks Statistik beregnede detailpristal«. Fra og med januar 1963 har der imidlertid ikke været beregnet noget prisindeks på samme grundlag som »detailpristallet«, idet dette bl.a. omfattede direkte skatter. Der ville derfor kunne opstå tvivl om, hvilket indeks der herefter skulle anvendes ved reguleringen. På den anden side vil, bortset fra pantesikringen, kreditor og debitor selv have en selvstændig interesse i, at gældsforholdets beløbsmæssige størrelse på ethvert fremtidigt tidspunkt kan fastslås så utvetydigt som muligt. Af statistiske årsager må imidlertid vægtgrundlaget for reguleringsindekset kunne ændres i overensstemmelse med forskydninger i forbrugsvanerne. Tilstrækkeligt præcist ville det formentlig være, om reguleringsindekset f.eks. definerede som »Et forbrugerprisindeks uden direkte og indirekte skatter baseret på forbrugssammensætningen i lønmodtagerhusstande«.

Er der på en fast ejendom tinglyst en indeksreguleret panteret, må senere tilkomne efterstående panterettigheder respektere den foranstående panteret med det indeksregulerede beløb. Man kan imidlertid rejse det spørgsmål, om en panthaver med skyldneren kan træffe aftale om indeksregulering af den pågældende panteret uden samtykke fra eventuelle efterstående panthavere. Bestemmelserne vedrørende adgangen til at ændre betingelserne for en foranstående panteret er indeholdt i Tinglysningslovens § 40, stk. 4, 5 og 6.

»En panthaver kan ikke, når han giver skyldneren henstand med renter eller lignende ydelser, bevare sin panteret for disse forud for de efterfølgende eller sideordnede panthavere udover et år fra forfaldsdagen. Hvis en panthaver har krav på forhøjet rente eller anden særlig ydelse i anledning af forsinkelse med betaling, står sådanne krav ligeledes ved fyldestgørelse af pantet tilbage for andre panthaveres ret. Disse regler kommer dog ikke til anvendelse på skadesløsbreve.

En panthaver kan ikke uden samtykke af de efter ham eller sideordnet med ham berettigede i ejendommen træffe aftale med skyldneren om længere uopsigelighed fra dennes side, end der var aftalt, da den efterstående eller sideordnede ret blev stiftet. Ej heller kan han træffe aftale med skyldneren om højere rente, end der gjaldt på (iette tidspunkt uden nævnte berettigedes samtykke, dersom den årlige rente derved ville overstige 5 pct.

Andre ændringer i en panterets vilkår eller virken behøver ikke nævnte berettigedes samtykke. Vedtagelser i modsat retning er ugyldige«.

Om end der ikke i disse bestemmelser er indeholdt noget krav om samtykke til indeksregulering af en foranstående panteret, må det antages, at et sådant samtykke kræves alene af den grund, at det foranstående låns hovedstol målt i kroner og øre vil blive forøget ved en eventuel stigning i reguleringsindekset. Såvel i teorien [6]) som i et par domme er der da også givet udtryk for, at en guldklausul ikke kan indsættes i en foranstående panteret uden samtykke fra de efterstående panthavere.

Da en panthaver ved forventning om stigende priser vil få sin stilling forringet, hvis en foranstående panteret af traditionel art ombyttes med en indeksreguleret panteret, vil sådanne ombytninger i praksis blive vanskelige at gennemføre, men det bemærkes, at spørgsmålene i forbindelse med ombytning af nominallån med indekslån næppe vil dukke op ved finansiering af nyt boligbyggeri med indekslån.

Konklusionen af den foranstående gennemgang af nogle generelle spørgsmål i forbindelse med pantesikringen af indeksregulerede lån må blive, at der ikke i den gældende tinglysnings-

[5]) Fr. Vinding Kruse: Tinglysningsloven 1952, s. 95.

[6]) Knud Illum: Om Ejerpant og Panteprioritet 1961. s. 131.

lovgivning synes at være hindringer for en sådan tinglyst pantesikring.

Det andet spørgsmål, der rejstes i indledningen til dette afsnit, var, om de bestående realkreditinstitutter i henhold til den gældende lovgivning vil kunne yde indeksregulerede lån. Da der i de gældende love om kredit- og hypotekforeninger ikke synes at forekomme bestemmelser, som på forhånd udelukker, at disse yder indeksregulerede lån og udsteder tilsvarende obligationer, må det afgørende for realkreditinstitutternes muligheder for at formidle sådanne lån derfor være de generelle lånegrænser, nemlig for kreditforeningerne 60 pct. af ejendomsværdien og for hypotekforeningerne og tredjeprioritetsinstitutterne 75 pct. (For de sidste dog op til 94 pct. mod statslig og kommunal garanti). Overgang til indekslån medfører på långivningstidspunktet ikke noget behov for at afvige fra disse lånegrænser, og det vil formentlig heller ikke være stridende mod disse bestemmelser, om den nominelle restgæld som følge af en stigning i reguleringsindekset på et senere tidspunkt kommer til at overstige det maksimale udlån på grundlag af den oprindelige vurdering, hvis blot den pågældende ejendomsværdi er steget tilstrækkeligt til, at restgælden ligger inden for lånegrænserne baseret på værdien på det pågældende tidspunkt. I denne forbindelse kan der formentlig heller ikke være noget til hinder for, at f.eks. en hypotekforening rykker for et indeksreguleret kreditforeningslån, når blot hypotekforeningslånet derved ikke »skubbes ud over« 75 pct.-lånegrænsen. Da man imidlertid ikke kan gå ud fra, at den enkelte ejendoms værdi vil udvikle sig parallelt med det anvendte reguleringsindeks, opstår spørgsmålet om, hvorledes man skal forholde sig, hvis restgælden på et tidspunkt kommer til at overskride den for det pågældende institut gældende lånegrænse, og om risikoen herfor eventuelt på forhånd udelukker, at et realkreditinstitut yder indeksregulerede lån. Man kunne som en løsning af dette problem tænke sig, at der i pantebrevet til realkreditinstituttet indsattes en bestemmelse om betaling af et ekstraordinært afdrag, i tilfælde af at restgælden på et tidspunkt måtte overstige de gældende lånegrænser. Dette forekommer dog ikke at være nogen særlig praktisk løsning. På den anden side må det fremhæves, at restgælden også ved nominallån efter låneoptagelsen kan komme til at overstige lånegrænserne, f.eks. ved at en ejendom kan falde i værdi.

Konklusionen af de foranstående overvejelser af realkreditinstitutternes muligheder for under den gældende lovgivning at formidle indekslån må dog formentlig blive, at lånegrænserne må tages op til overvejelse, og at en lovændring vil blive nødvendig, hvis indekslån skal ydes gennem de bestående institutter. Ligeledes forudsætter anvendelse af indekslån ændringer i boliglovens garanti- og støtteregler.

7. Indekslåns skattemæssige stilling.

Ved valget mellem nominallån og indekslån vil indeksreguleringens skattemæssige konsekvenser være af interesse for såvel debitor som kreditor. I det følgende antages det, at indeksreguleringen har form af en op- eller nedskrivning af restgælden i overensstemmelse med udviklingen i det anvendte reguleringsindeks, hvorefter såvel rente som afdrag beregnes af den således regulerede restgæld, jfr. tabel 1.

Hovedreglen for beskatning af et eventuelt indekstillæg er indeholdt i Lov om indkomst- og formueskat til staten af 10. april 1922. I henhold til denne lovs § 5 henregnes til indkomst ikke:

»a. Formueforøgelse, der fremkommer ved, at de formuegenstande, en skattepligtig ejer, stiger i værdi - medens der på den anden side ikke gives fradrag i indkomsten for deres synken i værdi —, eller indtægter, som hidrører fra salg af den skattepligtiges ejendele (herunder indbefattet værdipapirer), for så vidt disse salg ikke henhører til vedkommendes næringsvej, for eksempel handelsvirksomhed med faste ejendomme, eller er foretaget i spekulationsøjemed, i hvilke tilfælde den derved indvundne handelsfortjeneste henregnes til indkomsten, ligesom også eventuelt tab kan fradrages i denne. Ved salg af fast ejendom samt .... lignende offentlige værdipapirer, der er indkøbt efter 1. januar 1922, anses spekulationshensigt at have foreligget, når salget sker inden 2 år efter erhvervelsen, medmindre det modsatte godtgøres at være tilfældet;

Den under a. og b. omhandlede formueforøgelse, ligesom også den formueformindskelse, der fremkommer ved formuegenstandes synken i værdi, kommer derfor kun i betragtning, for så vidt som formuens udbytte derved er blevet forøget eller formindsket, og da kun med beløbet af den således fremkomne udbytteforøgelse eller udbytteformindskelse«.

I henhold til hovedreglen får altså selve indeksreguleringen af restgælden ingen umiddelbare indkomstskattemæssige virkninger for kreditor. Ligeledes vil den nedbringelse af restgælden, som finder sted ved, at en bestemt brøkdel af den således regulerede restgæld afdrages, være indkomstopgørelsen uvedkommende, idet hele det pågældende beløb vil være at anse som afdrag, uanset om det indeholder et større eller mindre indekstillæg eller -fradrag. Det samme gælder naturligvis, hvis der er tale om fuldstændig indfrielse af en gældspost, f.eks. ved udtrækning af en obligation.

Af den citerede bestemmelse sammenholdt med § 4 e fremgår endvidere for så vidt angår rentebetalingerne, at det totale rentebeløb, altså renten af restgælden, efter at denne er reguleret i henhold til reguleringsindekset, er skattepligtig indkomst.

Den i Statsskattelovens § 5 a nævnte undtagelsesbestemmelse for salg, der henhører til vedkommendes næringsvej, er nærmere præciseret i Lov om påligning af indkomst- og formueskat til staten (Lbkg. nr. 211 af 19. juni 1964), hvor det i § 4 hedder:

»Gevinst ved afhændelse eller indfrielse, herunder udtrækning af offentlige obligationer samt private pantebreve og fordringer, der tilfalder forsikringsselskaber, banker og andre virksomheder, der som et normalt led i deres almindelige virksomhed anbringer midler i sådanne aktiver, er at anse som skattepligtig indkomst for den pågældende virksomhed. . . . .«

De i denne paragraf nævnte virksomheder skal altså i deres skattepligtige indkomst medregne eventuelle indekstillæg ved udtrækning af indeksobligationer, som de ligger inde med. Af Statsskattelovens § 5 fremgår endvidere, at fortjeneste opnået ved salg i spekulationsøjemed i princippet er indkomstskattepligtig.

I det foregående er omtalt kreditors stilling ved formuegenstandes, herunder indeksobligationers, værdistigning. Tilsvarende udtrykkelige regler om konsekvenserne for debitor af svingninger i gældsforpligtelsernes beløb forekommer ikke i skattelovgivningen. Af bestemmelsen i Statsskattelovens § 6 e om, at renter af gæld kan fradrages ved beregning af den skattepligtige indkomst, medens afdrag på gæld ikke kan fradrages, må imidlertid følge, at også renten af indeksreguleret gæld kan fradrages, hvorimod der ikke er fradragsret for afdrag på sådan gæld, heller ikke for den del af afdraget, der kan anses for indekstillæg til afdraget. Der er således overensstemmelse mellem debitors stilling og kreditors stilling efter den ovennævnte hovedregel, idet kun de beløb, der er fradragsberettigede hos debitor, bliver skattepligtig indkomst hos kreditor.

Realværdien af rente- og afdragsydelserne af et indekslån fremgår af tabel 2. Tænker man sig, at der under et konstant prisniveau kunne opnås et lån til samme rente (her 5 pct.) og parikurs, ville rente- og afdragsydelserne udgøre de samme beløb som de i tabel 2 anførte, d.v.s. den samlede ydelses fordeling på (skattepligtig) rente og (skattefri) afdrag ved indekslån er uafhængig af prisudviklingen og altså den samme som under et konstant prisniveau. Omvendt gælder det for nominallån, hvor hele kompensationen for en forventet prisstigning gives i form af højere rente, at en større del af den samlede ydelse bliver skattepligtig (og fradragsberettiget) rente, end det ville være tilfældet under et forventet konstant prisniveau og tilsvarende lavere rente. Dette kan også ses ved en tilbagediskontering af ydelserne i tabel 1 med den forudsatte effektive rente 9,1. Medens den tilbagediskonterede værdi af den samlede ydelse naturligvis ved alle tre låneformer bliver 100, bliver renteandelen størst ved nominallånet, mindre ved det indeksregulerede annuitetslån og mindst ved det indeksregulerede serielån.

8. Pengepolitikken ved overgang til indekslån.

Selv hvis indekslån skulle vinde et vist indpas i boligbyggeriets finansiering, er det som nærmere omtalt i afsnittene 2-4 overvejende sandsynligt, at indeksobligationer fortsat kun vil udgøre en mindre del af det samlede obligationsudbud. Der vil således på samme tid bestå et marked for såvel traditionelle nominalobligationer som indeksobligationer og dermed et vist behov for, at de pengepolitiske myndigheder optræder som køber eller sælger i begge disse markeder, i det mindste med henblik på en daglig kurspleje til modvirkning af alt for store kursudsving. Spørgsmålet er da, om myndighedernes intervention på både indeksobligationsmarkedet og nominalobligationsmarkedet og den resulterende renteforskel kan betragtes som en af myndighederne forventet inflationstakt med de politiske konsekvenser, dette vil få. Renteforskellen på obligationer med samme løbetid af de to typer kan tages som udtryk for den af markedet gennemsnitligt forventede prisstigning over den resterende løbetid. Hvis myn-

dighederne intervenerer, vil det kunne opfattes som udtryk for, at man ønsker at påvirke prisstigningsforventningerne.

Hvis de pengepolitiske myndigheders indgriben indskrænker sig til en kurspleje til modvirkning af voldsomme udsving fra dag til dag, samtidig med at man på lidt længere sigt lader markedet finde sit leje, herunder også tillader sådanne ændringer i de relative kurser, som svarer til ændrede forventninger om den fremtidige prisudvikling, kan det næppe siges, at myndighederne deler markedets forventninger med hensyn til prisudviklingen.

Heller ikke selv ved betydelige nettokøb fra markedet kan myndighederne siges at dele markedets forventninger, hvis købene fordeles på de to markeder, eventuelt efter samme forhold som det, hvorefter det samlede nyudbud fordeler sig på indeks- og nominalobligationer. I så fald må købene antages al være neutrale med hensyn til renteforskellen på de to markeder.

Den forskel, der vil bestå mellem renten på indekslån og nominallån, har i øvrigt en parallel i den i perioder betydelige renteforskel mellem nominelt højt- og lavtforrentede lån. Variationerne i denne forskel hænger for en stor del sammen med vurderingen af de fremtidige konverteringsmuligheder, d.v.s. den fremtidige renteudvikling, hvilket dog ikke har medført, at myndighederne antages at have nogen bestemt opfattelse af det fremtidige renteniveau.

I modsætning til de ovenfor nævnte tilfælde, hvor myndighederne antages at tilstræbe neutralitet i deres intervention på obligationsmarkedet, kan det tænkes, at myndighederne på samme tidspunkt køber for betydelige beløb på det ene marked og sælger på det andet. I så fald må formålet være at påvirke renteforskellen, hvilket enten kan tages som udtryk for, at myndighederne forventer en anden prisstigning end markedet, eller at man f.eks. mener at kunne påvirke befolkningens prisstigningsforventninger ved at operere på forskellen mellem renten på nominallån og indekslån.

En anden følge af, at der samtidig består et marked for såvel indeks- som nominalobligationer, vil måske være, at ændringer i forventningerne til prisudviklingen og dermed i vurderingen af de to obligationstyper vil medføre fare for kraftige spekulativt prægede kursudsving på det ene eller eventuelt på begge markeder. Det er klart, at ændringer i forventningerne med hensyn til den gennemsnitlige årlige prisstigning må medføre en tilsvarende ændring i forskellen mellem renten på indekslån og nominallån. Hvis imidlertid de ændrede forventninger går ud på, at der kun i en kortere periode vil ske en kraftigere prisstigning end den hidtil forventede, og at prisstigningen derefter igen vil blive som hidtil, vil dette imidlertid for lån med en lang restløbetid kun betinge en beskeden forskydning mellem kurserne på de to obligationstyper, da den forventede *gennemsnitlige* prisstigning over restløbetiden ikke vil blive påvirket ret meget af forventning om en kortvarig kraftig prisstigning.

I to tilfælde vil der imidlertid kunne blive tale om kraftigere kursudsving, nemlig for det første, hvis den tilpasning af de relative kurser, som skal finde sted i det ovennævnte tilfælde, giver anledning til en destabiliserende spekulation, som følge af at alene et givet kursudsving vil medføre forventninger om yderligere udsving i den samme retning, hvorved denne bevægelse kan få en selvforstærkende karakter. Det er ikke muligt på forhånd at vurdere, hvor kraftigt ændrede forventninger vil påvirke kreditorernes og debitorernes reaktioner, idet det må antages, at indførelse af indeksobligationer i sig selv vil øve indflydelse på markedets reaktioner.

For det andet vil kraftige kursudsving indtræffe, hvis de ændrede forventninger går ud på, at den årlige prisændring i en lang årrække vil blive forskellig fra den hidtidigt forventede; i så fald skal der på lån med en lang restløbetid ske et betydeligt kursudsving. Som eksempel kan man tænke sig, at 45-årige 5 pct. indekslån og nominallån noteres til henholdsvis kurs 100 og kurs 68, det sidste svarende til en effektiv forrentning på 8 pct. og altså en forventet prisstigning på ca. 3 pct. Tænker man sig nu, at markedets »gennemsnitlige« prisstigningsforventninger stiger fra 3 til 4,5 pct., og at tilpasningen udelukkende finder sted på markedet for nominalobligationer, vil dette betinge et kursfald for det nævnte 45-årige 5 pct. lån fra 68 til 58. Det må dog understreges, at der her er tale om en så fundamental ændring i forventningerne, at den kun kan antages at ville indtræffe med ret store mellemrum. Desuden må det stadig holdes or øje, at der ikke er tale om en ensartet gruppes pludseligt ændrede forventning, men snarere om en gradvis forskydning mellem de grupper, der forventer en kraftig, og de, der forventer en mindre kraftig prisstigning. Det må dog understreges, at større og hyppige ændringer i prisforventningerne vil

kunne skabe uro på markedet og gøre det vanskeligere for de pengepolitiske myndigheder at dæmpe kursudsvingene.

Endelig kan man rejse det spørgsmål, om indførelse af indekslån vil give specielle vanskeligheder i tilfælde af, at der ved en frigørelse af kapitalbevægelserne mellem Danmark og udlandet gives udlændinge adgang til at købe danske obligationer. En kraftig prisstigning, specielt i Danmark, som måtte give anledning til en forventning om stigning i kursen på indekslån her i landet, kan tænkes at give anledning til nogen stigning i den udenlandske efterspørgsel efter danske indeksobligationer. Udlændinges interesse for at købe indeksobligationer udtrykt i kroner vil være afhængig af deres bedømmelse af den specielle danske prisudvikling, men dog også af valutakursrisikoen ved investering i kroneobligationer. Hvis priserne såvel her som i udlandet forventes at ville stige kraftigt, uden at renten på nominalobligationer i udlandet stiger tilsvarende, er det muligt, der vil komme en kraftig udenlandsk efterspørgsel efter danske indeksobligationer.

KAPITEL III

Indekslån i andre lande

Skal man forsøge at bedømme, i hvilket omfang indekslån vil træde i stedet for nominallån, vil det være nærliggende at se på erfaringerne i de to lande, hvor disse har vundet særlig udbredelse, og hvis økonomiske systemer i nogen grad kan sammenlignes med Danmarks, nemlig Finland og Israel. Det må dog først understreges, at obligationsmarkedet i disse lande langt fra har samme betydning i den samlede økonomi og for boligfinansieringen i særdeleshed, som det er tilfældet i Danmark. Endvidere er det karakteristisk, at der har været særdeles kraftige inflationstendenser siden anden verdenskrig i de to lande.

Leveomkostningsindeks i Finland og Israel 1950, 1955, 1960 og 1965. (1958 = 100)

	Finland	Israel
1950	61	33
1955	76	85
1960	105	104
1965	135	146

Kilde: International Financial Statistics.

I Finland udstedtes de første indeksobligationer under anden verdenskrig i form af statsobligationer som erstatning til de tidligere beboere af de til Sovjetrusland afståede områder. Inden for pensions- og forsikringsvæsenet indførtes hurtigt indeksklausuler såvel på udlånssom på forsikringssiden. Indeksklausulerne kompenserer dog typisk kun for 50 pct. af prisstigningen. Egentlige *indeksobligationslån* emitteredes først i 1954, og i 1955 indførte bankerne indlånskonti med indeksklausul. Det har været karakteristisk, at interessen for lånekontrakter med indeksklausul især har været stærk i perioder med stærk prisstigning, men delvis er forsvundet, når prisudviklingen syntes mere stabil. Endvidere er der ikke opstået nogen renteligevægt, da forskellen mellem renten på indekslån og nominallån har været for lille og ikke har svaret til den stedfundne prisstigning, hvorfor den reale rente på lån med indeksklausul har været betydelig højere end realrenten af nominallån.

Ultimo 1957, som var et højdepunkt for lån med indeksklausul, var, bortset fra statens kreditgivning, 20 pct. af den totale kreditgivning uden indeksklausul, 26 pct. var forsynet med indeks- eller valutaklausul, og 54 pct. af kreditgivningen var udlån fra pengeinstitutter, som havde adgang til at udligne de nødvendige indekstillæg på indlånene på udlånsmassen. Det kan tilføjes, at der trods den udbredte anvendelse af indeksklausuler ikke er noget udbredt marked for obligationer i Finland.

I Israel slog lånekontrakter med indeks- eller valutaklausul igennem omkring 1955, og i øjeblikket er ca. 90 pct. af den cirkulerende obligationsmasse forsynet med sådanne klausuler. Det må dog understreges, at det israelske obligationsmarked er af ret beskedent omfang, og at der ikke var tale om, at indeksobligationerne fortrængte et fungerende marked for nominalobligationer. Når indekslån i øjeblikket er næsten enerådende, må dette dog også ses på baggrund af nogle maksimalrentebestemelser for nominallån, som - prisudviklingen taget i betragtning - må anses for urealistiske. Man kan formentlig sige, at der i øjeblikket er et ganske velfungerende marked for indeksobligationer, idet kursindekset for disse ret nøje følger udviklingen i konsumentprisindekset. Aktiekurserne har derimod i visse perioder været stagnerende, og det er blevet anført, at indeksobligationer formentlig har været et tiltrækkende alternativ for investorer, som ellers ville have købt aktier. Den højest tilladte rente for indeksobligationer er nu 8 pct. mod tidligere 6,5 pct., og den faktiske rente har ofte nærmet sig disse grænser.

Det er dog kun en ret begrænset del af investeringerne i såvel byggeri som industri og landbrug, der finansieres over obligationsmarkedet, idet der til disse formål udlånes betydelige midler fra staten og forskellige finansieringsinstitutter, som igen skaffer en del af deres midler ved lån i udlandet. Indtil 1962 var så godt som alle disse lån forsynet med en valutaklausul, men i forbindelse med den ret kraftige devaluering af det israelske pund i 1962 (fra I.£ 1,80 til I.£ 3,00 pr. US$) modereredes denne klausul dog væsentligt, hovedsagelig ved at valutaklausulen med tilbagevirkende kraft erstattedes af en pristalsklausul og ved bestemmelser om, at i hvert fald tidligere påløbne indekstillæg skulle forrentes og afdrages efter ret lempelige regler. Disse regler gav de største lempelser i forbindelse med lån til landbruget, medens lån til boligbyggeri fik mindre lempelser og lån til industrien de mindste lempelser. Efter devalueringen har prisindeks overvejende været benyttet som reguleringsklausul ved nye udlån, og renten har ved udlån til industrien andraget 8 pct., ved udlån til landbruget omkring 6 pct. og ved lån til boligbyggeri 3-8 pct., idet de lavest forrentede lån bl.a. gives til immigranter. Industrien og landbruget har dog kunnet vælge imellem indekslån og nominallån mod på de sidste at betale et rentetillæg på 3-4 pct., altså i alt 11-12 pct. på industrilån og 9-10 pct. på landbrugslån. Rentetillægget svarer nogenlunde til den prisstigning, der har fundet sted i de seneste år. Det har vist sig, at i hvert fald industrien under disse betingelser har foretrukket nominallån til den højere rente. Lån til boligbyggeri synes derimod overvejende at være indeksregulerede, men det foreligger ikke oplyst om boligbyggeriet har haft en tilsvarende valgmulighed mellem indekslån og nominallån.

I det omfang, finansieringsinstitutterne yder nominallån, men har modstående forpligtelser i form af indekslån eller lån i udenlandsk valuta, dækker staten inflations- eller devalueringsrisikoen i det omfang, denne ikke kan dækkes af det omtalte 3-4 pct. rentetillæg [1]).

[1]) Haim Ben-Shahar, Interest Rates and the Cost of Capital in Israel 1950-1962. Kyklos-Verlag, Basel 1965.

BILAG

Udvalget vedrørende anvendelse af indekslån i boligbyggeriets finansiering.

Den 1. september 1965.

Hr. boligminister.

1. I det kommissorium, som regeringen den 9. februar 1965 har givet Udvalget vedrørende anvendelse af indekslån i boligbyggeriets finansiering, er Udvalget - ud over at fremkomme med en redegørelse til belysning af mulighederne for og konsekvenserne af at anvende indeksregulerede lån — blevet anmodet om at undersøge de praktiske muligheder for, at der ved traditionelt finansieret byggeri gennemføres en ordning, der kan afbøde virkningen på begyndelseslejen af et særlig højt renteniveau, f.eks. derved, at der gennemføres en udligningsordning ved en regulering af huslejen i takt med prisstigningen.

Ved en senere forhandling mellem boligministeren og Udvalgets formand er Udvalget blevet anmodet om at udarbejde en kortfattet oversigt over de metoder, der vil kunne bringes i anvendelse for at udligne virkningen på huslejen i nybyggeriet af det øjeblikkelige ekstraordinært høje renteniveau. Nærværende redegørelse må følgelig opfattes som en foreløbig oversigt over nogle metoder, der kan tænkes anvendt.

2. Under henvisning til den almindelige målsætning i boligpolitikken, herunder ønsket om dels at opretholde en betydelig og stabil boligproduktion, dels på længere sigt at nå frem til en markedsprisdannelse for huslejen og en større valgfrihed på boligmarkedet, har Udvalget anset det for rigtigt også i denne foreløbige redegørelse at se de forskellige fremgangsmåder til afbødning af et særlig højt renteniveau i lys af den nævnte mere langsigtede målsætning i boligpolitikken.

3. De forskellige forholdsregler til afbødning af virkningerne på huslejen i nybyggeriet af et særlig højt renteniveau kan formentlig henføres til en af følgende hovedgrupper, når finansieringen fortsat forudsættes at ske ved lån af traditionel type, idet man har set bort fra en tilbagevenden til direkte statslån med rentelempelse, som blev anvendt fra 1946 til 1954.

I. Kvadratmetertilskud, hvis størrelse er afhængig af renten.

II. En udbygning af en kvadratmetertilskudsordning til en låneordning, hvorefter den ydede støtte betragtes som et lån, der forrentes og tilbagebetales, efterhånden som pris- og indkomstudviklingen måtte gøre det muligt - et »rentehenstandslån«.

Fælles for de to kategorier af forholdsregler er, at de kræver statens medvirken enten i form af direkte tilskud eller i form af lån til nedbringelse af begyndelseslejen, og at huslejen i nybyggeriet uanset svingninger i markedsrenten vil kunne baseres på en nærmere fastlagt basisrente.

Det er ikke muligt på objektivt grundlag at udvælge en bestemt rentesats som basisrente. Den nuværende obligationsrente på 9—10 pct. må dog utvivlsomt karakteriseres som ekstraordinært høj. På basis af erfaringerne kan man sige, at en rente på 5-7 pct. er mere normal for det danske kapitalmarked.

Når man ud fra huslejepolitiske hensyn skal vælge en rente, som skal danne grundlag for lejefastsættelsen i nybyggeriet, vil det være naturligt at tage hensyn dels til, hvad man skønner, renteniveauet vil være på længere sigt, dels til forholdet mellem den leje, der fremkommer ved denne rente, og et almindeligt indkomstniveau (den såkaldte huslejerelation).

Udvalget har ikke set det som sin opgave at behandle specielle vanskeligheder for familier med særlig lav indkomst eller børnerige familier, hvis f.eks. stigningen i opførelsesomkostningerne - i modsætning til finansieringsomkostningerne - har medført særlige problemer, f.eks. fordi de socialpolitisk betonede huslejetilskud ikke er blevet ajourført. De her skitse-

rede ordninger yder ikke noget bidrag til løsning af sådanne problemer.

4. Ved eventuel gennemførelse af et af de i punkt 3 nævnte systemer opstår en række principielle problemer, som formentlig kan deles i følgende:

a. Systemets tekniske udformning.
b. Hvilke lejligheder skal omfattes af ordningen.
c. Hvilken basisrente skal danne grundlaget.

I det følgende vil systemerne I og II blive behandlet i lys af problemstillingerne a–c.

Endelig vil det blive omtalt, hvorledes en løsning kan tilpasses den mere langsigtede målsætning i huslejepolitikken, herunder især en indførelse af markedsprisdannelse på huslejemarkedet.

5. *ad I. Kvadratmetertilskud, hvis størrelse er afhængig af renten.*

Efter de nugældende bestemmelser om kvadratmetertilskud udgør grundbeløbet 8,50 kr. pr. m^2 plus 1 kr. for hver 1/4 pct., den gennemsnitlige lånerente overstiger 6 1/2 pct. Den reelle virkning heraf er ved de øjeblikkelige anskaffelsesomkostninger på ca. 850 kr. pr. m^2, at der gives et fast tilskud på ca. 1 pct. plus et variabelt tilskud svarende til halvdelen af den del af renten, der ligger over 6 1/2 pct. Ved en kapitalmarkedsrente på 9 1/2 pct. svarer det samlede kvadratmetertilskud således til en rentereduktion på ca. 2 1/2 pct. til ca. 7 pct. Tilskuddet tildeles kun mindrebemidlede, d.v.s. familier, hvis skattepligtige indkomst ikke overstiger 19.610 kr. med tillæg af 1.260 kr. for hvert hjemmeværende barn. Dette svarer til, at indkomsten brutto ikke må overstige ca. 26.000 kr. ekskl. tillæg for børn. Tilskuddet er ikke gradueret i forhold til indtægten, men bortfalder fuldstændigt ved indkomststigning over den nævnte grænse. Indkomstgrænsen for opnåelse af tilskud er af regeringen foreslået sat op til 23.090 kr. med tillæg af 1.510 kr. for hvert hjemmeværende barn, hvilket svarer til brutto ca. 31.500 kr. ekskl. børnetillæg.

Kvadratmetertilskuddet skal i henhold til loven afvikles senest fra 1967 med 2 kr. om året og bortfalder senest i 1974.

I den periode, hvori driftstilskud indrømmes, kan boligministeren dog lade tilskuddet bortfalde helt eller delvis med virkning for fremtiden, såfremt ejendommens økonomi forbedres eller kan forbedres ved omprioritering, eller ændrede forhold for byggeriet taler derfor, herunder at der indtræder en stigning i det almindelige lejeniveau (Boliglovens § 62, stk. 2). En sådan fremskyndelse af afviklingen har dog ikke fundet sted, selv om der er indtruffet en stigning i det almindelige lejeniveau.

6. En udbygning af kvadratmetertilskuddene må formentlig gå ud på, at tilskuddene ved de aktuelle anskaffelsesomkostninger giver fuld kompensation, hvis renten ligger over en nærmere fastsat basisrente. Tilskuddet beregnes herefter som forskellen mellem en husleje beregnet på grundlag af denne rente og huslejen beregnet på grundlag af markedsrenten. Tilskuddet pr m^2 bør beregnes på grundlag af »typiske« anskaffelsesomkostninger for det pågældende år og således ikke være afhængig af det enkelte projekts omkostninger. Dette vil ved skønsmæssige anskaffelsesomkostninger på godt 850 kr. pr. m^2 og en prioritering på ca. 800 kr. pr. m^2 indebære et tilskud på 2 kr. pr. m^2 for hver 1/4 pct., renten overstiger basisrenten. Tilskuddet må, hvis det fortsat skal indebære en fast basisre nte, reguleres i takt med byggeomkostningerne, og det bortfalder helt, hvis markedsrenten falder til basisrentens niveau. Forudsættes yderligere, at afdragene udgør 1/2 pct. og øvrige driftsudgifter 16 kr. pr. m^2, kan følgende tabel opstilles over huslejen pr. m^2 og for lejligheder på 75, 80 og 85 m^2 ved forskellige rentesatser:

Husleje pr.	Husleje ved rente					
	9 1/2 pct.	9 1/2 pct. minus nuv. m²-tilskud	8 1/2 pct.	7 1/2 pct.	6 1/2 pct.	5 1/2 pct.
1 m²	96	75,50	88	80	72	64
75 –	7.200	5.662,50	6.600	6.000	5.400	4.800
80 –	7.680	6.040,00	7.040	6.400	5.760	5.120
85 –	8.160	6.417,50	7.480	6.800	6.120	5.440

Det fremgår af tabellen, at en huslejerelation på 20 ved leje af en lejlighed på 80 m² forudsætter en bruttoindkomst på 32.000 kr., 28.800 kr. og 25.600 kr. ved en basisrente på henholdsvis 7 1/2 pct., 6 1/2 pct. og 5 1/2 pct.

7. Da der efter denne ordning er tale om et egentligt tilskud, vil det formentlig være nødvendigt fortsat at operere med visse indtægtsgrænser. Under den nugældende ordning bort-

falder hele tilskuddet på én gang, når indkomsten stiger over de i punkt 5 nævnte grænser. Sker der en udbygning af kvadratmetertilskuddene, vil det være nærliggende at indføre en aftrapningsordning for tilskuddet, når de pågældende personers indkomst stiger.

8. Det vil formentlig være hensigtsmæssigt at erstatte den nuværende stive aftrapning af tilskuddet med en ordning, der automatisk medfører afvikling, når forudsætningerne herfor er til stede. Man kan tænke sig, at den på grundlag af basisrenten beregnede udgangsleje forhøjes i takt med byggeomkostningernes stigning eller reguleres med et lønindeks, eventuelt korrigeret for ændringer i beskæftigelsesgraden eller efter et indkomstindeks.

Ved anvendelse af et lønindeks vil man formentlig få den hurtigste afvikling af tilskuddet. Hvis dette lønindeks stiger kraftigere end byggeomkostningerne, hvilket normalt vil være tilfældet, vil man dog komme i den situation, at huslejen i nyt byggeri på grundlag af basisrenten vil komme til at ligge under den efter et lønindeks regulerede leje i tidligere opført byggeri. Dette forhold vil kunne undgås, hvis man i stedet afvikler kvadratmetertilskuddet i takt med byggeomkostningernes stigning. Et enkelt af Udvalgets medlemmer ønsker dog at fremhæve, at kvadratmetertilskuddet vil kunne afvikles efter et lønindeks, hvis basisrenten for fremtidigt nybyggeri reguleres i takt med realindkomststigningen.

Forudsættes det, som i skemaet under punkt 6, at ydelsen ved en kapitalmarkedsrente på $9^1/_2$ pct. udgør 80 kr. pr. m^2, idet der ses bort fra øvrige driftsudgifter (16 kr. pr. m^2), vil afviklingen af kvadratmetertilskuddet for 1965-byggeriet være tilendebragt på følgende tidspunkter under forskellige forudsætninger med hensyn til den anvendte basisrente og den årlige procentvise regulering af den på grundlag heraf beregnede basisydelse. Årstallene angiver det sidste år, i hvilket der skal gives kvadratmetertilskud til 1965-byggeriet.

Basisrente	Årlig stigning i basisydelsen				
	4 pct.	5 pct.	6 pct.	7 pct.	8 pct.
$5^1/_2$ pct.	1978	1975	1973	1972	1971
$6^1/_2$ pct.	1974	1972	1971	1970	1969
$7^1/_2$ pct.	1970	1969	1968	1968	1967

9. Byggeri af enfamiliehuse til eget brug eller med salg for øje kan vanskeligt inddrages under ordningen. For det første har ejere af enfamiliehuse en skattefordel, som i realiteten betyder en reduktion af renten, som efter de gældende regler om beregning af lejeværdien giver desto større reduktion, jo højere markedsrenten er. Desuden risikerer man, i hvert fald hvis indkomstgrænsen bliver sat ret højt, at tilskuddet kapitaliseres ved salg af ejendommen, således at den første ejer får hele fordelen.

10. Går man ud fra, at enfamiliehuse holdes udenfor, kan det antages, at en tilskudsordning vil kunne berøre 12-15.000 nye lejligheder om året, nemlig omtrent samtlige de 12.000 lejligheder i almennyttigt byggeri og 2-3.000 lejligheder i privat kontrolleret udlejningsbyggeri.

Under de samme forudsætninger som under punkt 6 med hensyn til prioritering og kapitalmarkedsrente vil tilskud til 1.125.000 m^2 (f.eks. 15.000 lejligheder å 75 m^2) i det første år medføre en udgift på 36 mill. kr., 27 mill. kr. og 18 mill. kr. ved en basisrente på henholdsvis $5^1/_2$ pct., $6^1/_2$ pct. og $7^1/_2$ pct. Hvad angår tilskuddets afvikling henvises til punkt 8. Da man ikke kan forudsige udviklingen i markedsrenten, er det ikke muligt at angive, hvorledes de samlede årlige udgifter vil stige, indtil man når et ligevægtspunkt, hvor besparelsen som følge af afviklingen af kvadratmetertilskud til ældre byggeri svarer til tilskuddet til det pågældende års nybyggeri.

11. *ad II.* »*Rentehenstandslån*«.

I modsætning til den under I omtalte udbygning af kvadratmetertilskuddene indebærer rentehenstandslån intet egentligt tilskud. Ordningen indebærer, at huslejen baseres på en basisrente, og at forskellen mellem de faktiske udgifter og den beregnede leje ydes som lån. Når lejen reguleres i takt med pris- og indkomstniveauet, reduceres de årlige låneudbetalinger, og fra det øjeblik, hvor den således regulerede leje dækker de faktiske udgifter, kan det »overskud«, der fremkommer ved en fortsat regulering, anvendes til forrentning og tilbagebetaling af rentehenstandslånet.

Da der er tale om lån, er det næppe nødvendigt at operere med nogen indtægtsgrænse, og ordningen kan derfor knyttes til lejligheden, uanset hvem der bebor denne. Dette indebærer en administrativ lettelse, da det ikke som nu vil

være nødvendigt hvert år at undersøge, om den enkelte beboer er berettiget til stadig at modtage tilskuddet.

12. Aftrapningen af det årlige lånebeløb vil kunne ske efter samme principper som ovenfor under punkt 8, og låneudbetalingen vil være afsluttet på de i skemaet under punkt 8 anførte tidspunkter, men i modsætning til ovenfor betragtes støtten som et lån, der forrentes og tilbagebetales. Følgende eksempler viser lånets endelige tilbagebetaling for 1965-årgangen under samme forudsætninger som under punkt 8 med hensyn til basisrente og årlig stigning.

Basisrente	Årlig stigning i basisydelsen				
	4 pct.	5 pct.	6 pct.	7 pct.	8 pct.
5½ pct.	1997	1989	1985	1982	1980
6½ pct.	1987	1982	1979	1977	1975
7½ pct.	1979	1976	1974	1973	1972

13. De under punkt 9 omtalte skattefordele for ejere af enfamiliehuse gør det tvivlsomt, om rentehenstandslån bør ydes til ejere af enfamiliehuse, og i givet fald kunne man lade rentehenstandslånet forfalde ved ejerskifte.

Derimod må ordningen formentlig stå åben for såvel almennyttigt som privat udlejningsbyggeri, forudsat huslejen er kontrolleret, da det må sikres, at rentehenstandslånet kommer beboerne til gode. Private ejere af udlejningsejendomme vil dog næppe føle sig særlig tilskyndet til at pådrage sig den gæld, rentehenstandslånet indebærer, så længe det pågældende byggeri kan udlejes til den fulde omkostningsbestemte husleje. Antallet af lejligheder under ordningen vil derfor næppe blive ret meget højere end de ovenfor nævnte 12-15.000 til trods for indtægtsgrænsens bortfald.

Hvis rentehenstandslån ligesom kvadratmetertilskud tænkes ydet til 1.125.000 m², bliver udbetalingerne det første år som under punkt 10 henholdsvis 36 mill. kr., 27 mill. kr. og 18 mill. kr. ved en basisrente på henholdsvis 5½ pet., 6½ pct. og 7½ pct. Den samlede udbetaling i de følgende år vil som ovenfor være stærkt afhængig af den fremtidige renteudvikling, men i modsætning til kvadratmetertilskudsordningen vil rentehenstandslånene efterhånden blive selvfinansierende.

14. Det er muligt, at den anvendte reguleringsmekanisme, hvad enten denne er fastsat på forhånd eller knyttet til et løn- eller prisindeks, vil medføre for kraftige huslejestigninger, således at ordningen må indeholde en mulighed for at strække afviklingsperioden.

Et forhold, som vil kunne begrunde en sådan strækning, vil naturligvis være et væsentligt og varigt fald i renten på kapitalmarkedet. Man kan i så fald tænke sig, at huslejen i nybyggeriet bliver så lav, at tilbagebetaling og forrentning af rentehenstandslån ydet til ældre byggeri under et højere renteniveau ikke vil kunne dækkes ved de huslejer, der vil kunne opnås. Måske vil det dog være muligt at konvertere lånene i det ældre byggeri til den lavere rente, men selv i så fald kan en huslejestigning med henblik på tilbagebetaling kun foretages, hvis der er sket en stigning i byggeomkostningerne.

En anden situation, som vil kunne begrunde en strækning, vil være, hvis der i et lokalt område i en længere periode opstår udlej ningsvanskeligheder, således at det ikke vil være muligt at lade huslejestigningen og dermed låneafviklingen ske i samme takt som i det øvrige land.

15. I det foranstående er det alene blevet drøftet, i hvilket omfang de to metoder, udbygning af kvadratmetertilskud og rentehenstandslån, tilgodeser den isolerede målsætning at afbøde virkningerne på begyndelseslejen af den øjeblikkelige ekstraordinært høje rente. I det følgende omtales kort, hvorledes disse løsninger harmonerer med den mere langsigtede målsætning i huslejepolitikken, herunder især en indførelse af rnarkedsprisdannelse for huslejen.

16. Fælles for kvadratmetertilskudssystemet - såvel den eksisterende som en eventuel udbygget ordning - og rentehenstandslånet er, at de indsnævrer forskellen mellem lejen i den ældre boligmasse under huslejekontrol og lejen i nybyggeriet. Dette vil formentlig lette en tilbagevenden til markedsprisdannelse i den ældre boligmasse, idet den heraf følgende huslejestigning bliver mindre, end hvis den øjeblikkelige høje rente fuldt ud fik lov til at slå igennem i nybyggeriets leje.

17. Endvidere indebærer begge ordninger, forudsat deres afvikling sker i takt med udviklingen i byggeomkostningerne, at der fremkommer et ensartet huslejeniveau for byggeri af forskellige årgange i modsætning til den nuværende situation, hvor huslejekontrollen i forbindelse med de stigende anskaffelsesomkostninger og

svingningerne i kapitalmarkedsrenten medfører en trappe af huslejeniveauer. Det må dog understreges, at byggeri af en given årgang kun beholder sin plads i det ensartede huslejeniveau, indtil tilskuddet er afviklet for den pågældende årgang, for rentehenstandslånets vedkommende, indtil lånet er tilbagebetalt.

18. Når kvadratmetertilskuddet falder væk, henholdsvis rentehenstandslånet er tilbagebetalt, opstår spørgsmålet om en fortsat ajourføring af huslejen. Efter denne afvikling vil det pågældende byggeris omkostningsforhold ikke mere betinge en løbende tilpasning til den almindelige udvikling i byggeomkostningerne og dermed til markedsforholdene. I tilfældet med rentehenstandslån vil der tilmed være basis for et betydeligt fald i huslejen efter lånets tilbagebetaling, idet udgifterne herefter kun vil bestå af ydelsen på de almindelige prioriteter og øvrige driftsudgifter.

Man går imidlertid ud fra, at indførelsen af et bevægeligt lejesystem for en større del af nybyggeriet, som skitseret ovenfor, vil ske i en periode, hvor der i øvrigt foregår en optøning af huslejemarkedet, i hvilket tilfælde bevægeligheden i huslejefastsættelsen kan fortsætte, også efterhånden som eventuelle kvadratmetertilskud er afviklet, eller rentehenstandslån er tilbagebetalt.