

# Finansiering under inflation - indekslån og andre løsningsmuligheder

*Anders Ølgaard*

*Økonomisk Institut, Københavns Universitet*

*SUMMARY. During inflation, traditional methods of financing long term investment – or, from the creditor side, of holding long term claims – give rise to three types of problems: (1) the time-profile, measuring in real terms, (2) uncertainty about future prices, and (3) income taxation. These problems are discussed in the light of different aims with respect to Danish housing policies. Subsequently, the article discusses arguments around the introduction of index-linked bonds etc. Such bonds could, like traditional bonds with which they would coexist, be issued by private debtors on a tender basis and would be demanded by private creditors. It is concluded that the benefits from index-linked bonds will by far outweigh the difficulties.*

---

1. Når der spørges om, hvordan man lever med inflationen, vil mange nok umiddelbart svare: dårligt! Om ikke af anden grund, så fordi de fleste af os et utal af gange har deltaget i diskussioner, der implicit eller eksplicit forudsatte stabile priser som et selvstændigt mål for den økonomiske politik.

På den anden side kan det naturligvis ikke være rigtigt, som man somme tider hører fremført, at næsten alle taber på inflation. Ved uændret beskæftigelsesgrad og uændret bytteforhold i udenrigshandelen må der være »vindere«, hvis gevinst opvejer tabene hos dem, der sætter til.

Men som bekendt er det ikke så ligetil at udpege inflationens vindere og tabere. I det omfang, inflationen er korrekt forudset, er det nemlig et naturligt udgangspunkt, at den må være indbygget i renteniveauet, der vil være desto højere, jo større prisstigningerne er.

## **De tre problemtyper**

2. Selv med prisstigningsforventninger indbygget i renten giver traditionelle finansieringsformer imidlertid anledning til problemer, og det kan måske være hensigtsmæssigt allerede indledningsvis at understrege de vigtigste af disse strukturproblemer.

(a) *Tidsprofilproblemet.* Traditionelle låneaftaler – og det gælder i øvrigt også for en lang række andre aftaler og bestemmelser – fastlægger et ydelsesmønster, udtrykt i kroner og øre i den årrække, de vedrører. Baggrunden for det pågældende mønster er som regel en forudsætning om et *uændret fremtidigt prisniveau*, hvad enten denne forudsætning nu er baseret på tradition, ønsketænkning, vanskeligheder ved at bestemme sig for et alternativ eller hvad man nu kan tænke sig. Når der eksempelvis efter annuitetssystemet skal betales lige store ydelser i hele lånets løbetid, var dette vel ved systemets introduktion begrundet i et ønske om, at den reale belastning af låntager årligt skulle være lige stor i hele lånets løbetid, således at man undgik den faldende tidsprofil med meget store ydelser i de første år, som f. eks. serielån ville give anledning til, og som kunne være meget belastende for debitor – ja, måske oven i købet bevirke, at den investering, der skulle finansieres bl.a. af det pågældende lån, overhovedet ikke blev iværksat.

Annuitetsformen blev ved sin introduktion betragtet som en stor forbedring, og i hvert fald de lidt ældre af os har under vore studier for snart en del år siden fået disse fordele skåret ud i pap. Det er måske derfor ikke så mærkeligt, at vi har haft lidt svært ved at indse, at under inflation er alle de tidsprofilfordele ved annuitetslåneene, som vi engang lærte om, forsvundet. Dette gælder naturligvis ikke, hvis man ser på taleeksemplerne, beregnet i kroner og øre, men det gælder, hvis man betragter debitors byrde i forbindelse med ydelsen på hans lån realt, d.v.s. målt ved den godemængde han kunne have købt for det beløb, som hvert år skal betales som renter og afdrag. Og det må jo være denne reale betragtningsmåde, der er den relevante.

Noget helt tilsvarende gælder for serielån eller en hvilken som helst anden traditionel lånetype, herunder den hvor hele lånebeløbet først tilbagebetales ved låneperiodens slutning: Når man fastlægger lånebetingelserne traditionelt, har man fastlagt en tidsprofil for ydelserne i kroner og øre i låneperioden. Og hvis prisniveauet er uændret gennem hele perioden, får man derved en helt tilsvarende real tidsprofil for ydelserne.

Men *hvis der er inflation* – også selv om den er forudset og vi foreløbig ser bort fra skatteproblemerne – vil den reale tidsprofil for ydelserne ændres. Tidsprofilen for de reale ydelser vil være faldende, sammenlignet med profilen under stabile priser, idet ydelserne vil være mere tyngende i den første del af låneperioden, mens de vil blive væsentlig lettere at bære hen mod låneperiodens slutning. Er inflationstakten konstant, korrekt forudset og fuldt ud indbygget i renteniveauet, behøver debitors totale reale ydelser over hele låneperioden ikke at afvige fra de samlede reale ydelser, hvis prisniveauet havde været konstant og renten følgelig tilsvarende lavere. Men de lavere reale ydelser mod lånets

slutning opvejes af højere ydelser i begyndelsen, ydelser der måske endda kan være så høje, at de i praksis virker prohibitive for den pågældende investering.

Med andre ord *bevirker inflationen, at tidsprofilen for de reale ydelser »vippes«, sammenlignet med situationen under prisstabilitet.* Betragter man specielt annuitetslånene, så er de højt besungne fordele, der knytter sig til denne låneform, altså lige så stille forsvundet ud i den blå luft. Dette resultat kan henføres til to forhold, hvis man sammenligner afviklingen af et traditionelt lån under inflation med afviklingen under stabile priser: Dels udhuler prisstigningerne de fastlagte ydelsers realværdi, efterhånden som tiden går, dels indebærer det højere renteniveau, som følger med inflationsforventningerne, at ydelserne målt i kroner og øre bliver større, end de ellers ville have været, hvad der især vil være belastende for debitor i den første del af afviklingsperioden, hvor udhulingsmekanismen endnu ikke har gjort sig gældende.

Den skitserede sammenhæng kan også fremstilles på andre måder. Således betyder inflationen i virkeligheden, at der under den første del af låneperioden af debitor skal betales *betydelige ekstraordinære afdrag* på lånet – idet vi fortsat tænker realt og sammenligner med en situation med stabile priser. Er det hensigtsmæssigt med en sådan »afdragsprofil«?

Nogle vil måske mene, at de foregående betragtninger er alt for banale til at fortjene så megen omtale. Men følger man debatten om hele den problemkreds, vi beskæftiger os med, kan man ikke undgå at blive slået af, hvor ofte man overser inflationens selvstændige virkning på tidsprofilen for debtors reale ydelser på lånet. Man taler om de høje begyndelseshuslejer ved traditionel finansiering under inflation – men glemmer, at man hermed kun har beskrevet en del af sammenhængen. Den ændrede tidsprofil for de reale ydelser betyder jo som nævnt ikke blot højere begyndelseshuslejer, men også lavere udgifter mod slutningen af lånets løbetid.

De foregående betragtninger tog deres udgangspunkt på debtorsiden. Men tidsprofilproblemet gør sig naturligvis også gældende for kreditor. Har man siddet i bestyrelsen for et legat, har man jo – hvis legatet er nyt – kunnet glæde sig over det høje afkast, placering i obligationer giver, uden at skattemæssige betragtninger giver skår i glæden. Men har legatet udøvet sin velsignelsesrige virksomhed et par årtier eller mere, har man ikke kunnet undgå at observere udhulingen af realværdien af de uddelte portioner. At der oven i købet af Justitsministeriet er fastsat særlige regler for placering af sådanne midler med traditionelle obligationer prioriteret på toppen af listen er kun et andet udtryk for, enten at man overser inflationen, eller at man overser tidsprofilproblemet.

Det sidste er Justitsministeriet imidlertid ikke alene om. Der er i hele den

senere tids debat om problemerne i forbindelse med finansiering og besiddelse af pengefordringer under inflation en tendens til at præsentere dem, som om de overvejende var af skattemæssig art. At de skattemæssige problemer spiller en rolle skal ikke bestrides, men det er nyttigt med syvtommersøm at slå fast, at selv om skatteproblemerne løses, er alt ikke dermed i orden. Tidsprofilproblemet står stadig tilbage, så længe vi må leve med inflation og samtidig klamrer os til de traditionelle låneformer.

(b) Spørger man på denne baggrund, om tidsprofilproblemet da ikke kunne klares ved relativt enkle ændringer i de traditionelle låneformer uden at introducere indekslån etc., løber man imidlertid hurtigt lige ind i et andet problem, som viser sig at være mindst lige så centralt, nemlig *usikkerhedsproblemet*.

Det er umiddelbart indlysende, at hvis prisudviklingen var fuldt forudset, så kunne man på forhånd aftale sådanne rente- og afdragsvilkår i kroner og øre, at man kunne få konstante reale ydelser (eller en hvilken som helst anden real tidsprofil, man måtte ønske). Men den fremtidige prisudvikling kendes jo netop ikke med sikkerhed, og hvad så?

Når dette usikkerhedsproblem har tiltrukket sig stigende opmærksomhed i den senere tid, hænger det sammen med den ændrede karakter af de almindelige økonomiske problemer, vi står overfor. Så længe det var den almindelige opfattelse – som stadig blev bestyrket af erfaringerne – at den almindelige prisstigningstakt (bortset fra rene korttidssvingninger) ikke ville ændre sig ret meget i forhold til stigningstakten i de nærmest foregående år, spillede usikkerhedsproblemet ikke den store rolle. Med store skift i prisstigningstakten stiller sagen sig imidlertid anderledes, både for debitor og kreditor. Hvis prisstigningstakten således skulle falde ganske væsentligt i de kommende år, vil de traditionelle finansieringsformer kunne virke stærkt investeringsdæmpende, i hvert fald for lange investeringer, så længe den effektive rente i forbindelse med disse låneformer endnu ikke er tilpasset nedad i overensstemmelse med de ændrede prisstigningsforventninger.

Hertil kommer, at investeringer, der blev gennemført, mens prisstigningsforventningerne endnu var høje, og som blev finansieret på traditionel vis, d.v.s. til en høj rente, let vil kunne blive nødlidende i den ændrede situation. Så længe prisstigningerne accelererer, er det næsten umuligt at foretage fejlinvesteringer på områder, hvor de faste omkostninger er dominerende; modstykket hertil er naturligvis, at kreditor bliver sorteper i stadig højere grad. Men enhver acceleration må jo ifølge sagens natur være af begrænset varighed.

Og sker der en markant ændring af løn- og prisstigningsforventningerne i nedadgående retning, vil de virksomheder (herunder boliger), der i de umiddel-

bart foregående år har anvendt *traditionel* lånefinansiering med en høj effektiv rente baseret på de dengang eksisterende prisforventninger, komme alvorligt i klemme.

Kort sagt gør traditionelle finansieringsformer en økonomi meget sårbar over for uforudsete prisændringer, netop fordi de hidtidige prisforventninger er nedfældet i det renteniveau, der er bestemmende for debtors renteydelse i hele resten af lånets løbetid.

(c) Kombinationen af traditionelle pengefordringer og inflation giver desuden anledning til andre problemer, ikke mindst i forbindelse med *beskatningen*.

Opfatter vi en persons indkomst som hans maksimale forbrugsmuligheder med den bibetingelse, at hans reale egenkapital skal være lige så stor ved periodens slutning som ved dens begyndelse, er det klart, at det rentebeløb, en obligationsejer modtager under inflation, kun delvis kan karakteriseres som indtægt, idet en del heraf i henhold til den netop anførte indkomstdefinition må henlægges til hovedstolen for at bevare dennes realværdi. Ud fra samme synspunkt kan kun en del af debtors rentebetaling betragtes som udgifter eller omkostninger, idet der må tages hensyn til, at lånets realværdi har været faldende i løbet af perioden. Alligevel beskattes som bekendt hele rente»indtægten« af pengefordringer, også under inflation, mens renteudgiften tilsvarende er fuldt fradragsberettiget.

3. Disse indledende betragtninger kan ikke afsluttes uden nogle bemærkninger om *den boligpolitiske målsætning på længere sigt*. Man kan her tage det udgangspunkt, at det, også under inflation, er lykken – eller for at være mindre provokerende: at det er »politisk nødvendigt« – at fastholde ideen om omkostningsbestemte boligudgifter, som helt eller delvis fastlåses i kroner og øre, hvorved den reale boligudgift under inflation bliver faldende i et bestemt byggeri, efterhånden som tiden går. Prisen for denne målsætning er naturligvis stadigt øgede huslejespændinger og måske endda stadigt stigende subsidiering af nybyggeriet i en mere eller mindre camoufleret form for at forhindre, at det helt går i stå. Har man denne målsætning, og er man herunder parat til at acceptere, at skatteyderne må spytte i bøssen, kan man ikke frakende den traditionelle finansieringsform betydelige kvaliteter – vel at mærke for dem, der er kommet i salveten.

Men man kan jo også have som boligpolitisk målsætning på længere sigt, at det frie forbrugsvalg udvides til boligsektoren, med andre ord at boligudgiften i forskellige boligenheder normalt afspejler disses størrelse, beliggenhed og kvalitet

– og ikke de pågældende boligers opførelsestidspunkt<sup>1</sup>. Har man denne målsætning, og har man ikke opgivet troen på engang at realisere den, så tager de traditionelle finansieringsformer sig straks noget mere dubiøse ud. Det skulle være unødvendigt at præcisere, ud fra hvilken målsætning de følgende betragtninger er fremsat.

### **Indekslån som løsningsmulighed**

4. Efterhånden kan det vist ikke være for tidligt at komme ind på begrebet *indeksslån*. I 1966-betænkningen<sup>2</sup> forstås herved obligationslån, hvor »restgælden i hver termin reguleres 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«. Det forudsættes endvidere, at reguleringen af restgælden på basis af det valgte prisindeks – altså under inflation: kompensationsen for faldet i fordringens realværdi – ikke er skattepligtig for kreditor og ej heller fradragsberettiget for debitor, hvorimod renten af den indeksregulerede fordring (restgæld) hhv. beskattes og er fradragsberettiget; hermed vil systemet skattemæssigt hvile i sig selv, i hvert fald hvis både kreditor og debitor hører til samme kategori af skatteydere og beskattes med samme marginale skatteprocent.

Som bekendt er man i løbet af de seneste år kommet ind på, at indeks-ideen kan tænkes anvendt i forbindelse med andre indlåns- og udlånsformer. Det radikal/socialdemokratiske forslag til folketingsbeslutning fra begyndelsen af 1974 indebærer således, at også pengeinstitutter, forsikringsselskaber og pensionskasser m.v. kan modtage indeksregulerede indskud, der behandles på samme måde som fordringer i form af indeksregulerede obligationer, også skattemæssigt. Forudsætningen er blot, at der i de pågældende penge- og kreditinstitutioners balancer som modstykke til disse passiver findes aktiver, indeksreguleret på samme måde som passiverne og af (mindst) samme størrelsesorden som disse, en be-

---

1. Heri ligger naturligvis ikke en afstandtagen fra, at der ud fra sociale synspunkter ydes tilskud til vanskeligt stillede familiers boligudgift. Tværtimod vil man med den sidstnævnte målsætning virkelig få mulighed for at yde en indsats på dette felt, en mulighed som med boligsikringen i dens nuværende udformning er forskertset i praksis. – Det må da også siges at være på høje tid, at de fleste boligselskaber i deres navn har afskaffet den misvisende varebetegnelse »sociale«.

2. Betænkning nr. 439 vedrørende anvendelse af indeksslån i boligbyggeriets finansiering. (København 1966), p. 20.

tingelse, der jo automatisk er opfyldt, så længe man kun betragter realkreditinstitutter, der yder indeksregulerede lån og udsteder tilsvarende indeksregulerede obligationer.

5. Ud fra en umiddelbar betragtning løser de indeksregulerede låneformer alle de tre problemer, der omtales ovenfor, altså de problemer, der klæber til de traditionelle finansieringsformer:

(a) *Tidsprofilproblemet*: Da restgælden indeksreguleres, vil debitor ved et indeks-annuitetslån uanset den fremtidige prisudvikling komme til at betale samme reale ydelse igennem hele lånets løbetid, ligesom kreditor får samme reale afkast gennem hele perioden. Forløbet svarer med andre ord nøje til den måde, hvorpå traditionelle obligationslån ville fungere under forudsætning af et stabilt prisniveau.

(b) *Usikkerhedsproblemet*: Som ovenfor nævnt kommer usikkerhedsproblemet klart frem, hvis man f. eks. tænker sig et skift i forventningerne til stignings-takten i den fremtidige løn- og prisudvikling i nedadgående retning. Et sådant skift vil kunne blive ganske markant, ikke mindst hvis baggrunden er en almindelig international usikkerhed m.h.t. den fremtidige udvikling i produktion og beskæftigelse.

I så fald vil de traditionelle finansieringsformer for lange investeringer give anledning til betydelige vanskeligheder m.h.t. den rentepolitik, der vil være ønskelig som et led i forsøget på at stimulere investeringerne i et sådant økonomisk klima. Manøvre mulighederne vil være langt større m.h.t. finansiering af nye investeringer – og dermed indgåelse af nye låneforhold – hvis man kan betjene sig af indeksslån. Dertil kommer, at problemerne i forbindelse med de allerede indgåede låneforhold – og de vil jo i praksis især knytte sig til de lån, der blev optaget i årene umiddelbart før forventningsskiftet satte ind – vil blive væsentlig mindre. De, der har lånefinansieret investeringer på traditionel vis til den høje rente, vil jo nemlig efter et sådant forventningsskift befinde sig i en meget vanskelig situation, når de skal konkurrere med senere investeringer, der er finansieret til den lavere rente. Dette er kun endnu et eksempel på, at det er lige så forkert som det er hyppigt fremført, ikke mindst fra erhvervsside, at når man blot kender den nominelle pengeløn, renten på traditionelle lån, finanspolitiske tiltag etc., så har man et tilstrækkeligt beslutningsgrundlag. Et sådant har man naturligvis først, når man kender den fremtidige omkostnings- og prisudvikling. Medmindre usikkerheden, som ved indeksslån, netop fjernes ved automatisk at gear omkost-

ningsudviklingen til prisudviklingen, hvorved det sikres, at en svagere prisstigning afspejler sig i en afsvækket stigning i ydelserne til fremmedkapitalen.

(c) *Skatteproblemet*: Hvad endelig beskatningen angår, så bortfalder ved indekslån i almindelighed det ovenfor omtalte beskatningsproblem, idet der ikke sker beskatning af (eller er fradragsmulighed for) det beløb, hvormed fordringen (restgælden) reguleres som kompensation for ændringen i dens realværdi. Igen er situationen ved indekslån den samme som ved traditionelle lån kombineret med stabile priser.

6. Kommet så vidt kan man nok rejse det spørgsmål, hvordan de traditionelle finansieringsformer overhovedet har kunnet fungere, hvis de virkelig er behæftet med så store problemer som ovenfor anført. Svaret er naturligvis, at det har de heller ikke kunnet; derfor har man forsøgt at lappe på systemet gennem en stadig mere uigennemtrængelig jungle af bolig- og byggepolitiske bestemmelser samt lapperier på skatteområdet. Hovedsigtet har været at »klippe toppen af« de høje begyndelsesydelser, der følger af de traditionelle låneformer, med særligt henblik på at holde boligbyggeriet i gang. Dette har naturligvis kun – med traditionelle låneformer – kunnet gøres i kraft af stadig voksende offentlige subsidier. Men så længe det gik, var situationen jo ikke så gal, når man ansuede problemerne fra den vinkel, hvor ikke mindst de lejere, der har boet nogle år i almennyttigt byggeri, befinder sig. På en måde havde man fået den bedste af alle verdener: Rentesikringen klippede toppen af begyndelseshuslejen, og de traditionelle låneformer sikrede den faldende tidsprofil for de reale ydelser efter nogen tids forløb. Den eneste slange i paradiset var, at parcelhusejeres vilkår kunne være endnu gunstigere.

Dette system har nødvendigvis cementeret huslejespændingerne, men det er jo heller ikke så galt, hvis man hører til den gruppe, der i kraft heraf efterhånden har fået en meget lav boligudgift.

7. De klareste tabere har været dem, der har placeret deres opsparing i pengefordringer af traditionel art, idet deres disponible realrente har været negativ gennem en lang årrække. Men det er jo ikke disse grupper, der er bedst organiseret, og da det ofte er personer med en særdeles begrænset indsigt i alternative placeringsmuligheder, har de ikke rigtig haft noget valg – udover naturligvis at reducere deres opsparingskvote. De opsparingsfremmende ordninger, man fra tid til anden har indført, har for størstedelens vedkommende kun givet en be-



grænset kompensation<sup>3</sup>. Det er imidlertid bemærkelsesværdigt, at den opsparingsform, som man umiddelbart skulle tro i hvert fald forlængst var afgået ved døden, nemlig traditionelle kapital-livsforsikringer, lever videre i bedste velgående. Igen er forklaringen at finde i besynderlige skatteregler: Mens bidragene er fradragsberettigede, er bonusbetalingerne skattefrie – og med en stadig højere rente bliver bonusudbetalingernes vægt naturligvis tilsvarende større.

### Alternative løsningsmuligheder

8. Mulighederne for at finde alternativer til indeksslån, der løser et eller flere af de indledningsvis rejste problemer, kan grupperes således:

(a) *Forsøg på at løse tidsprofilproblemet*: Her må nævnes rentelån (rentestandslån) i forskellige varianter, idet hovedideen er, at tilskuddet til nedbringelsen af begyndelseshuslejen ikke længere er et rent tilskud, men senere skal tilbagebetales. En anden løsningsmulighed er de såkaldte »Myrup-lån«<sup>4</sup>, hvor ideen – stærkt forenklet – er, at man på forhånd fastlægger en tidsprofil, stigende gennem tiden i kroner og øre – og dermed konstant, målt realt, hvis man vel at mærke har gættet rigtigt m.h.t. den fremtidige prisudvikling.

Dette sidste forbehold repræsenterer samtidig den afgørende indvending mod løsningsmuligheder af denne type. Skulle prisstigningerne på et eller andet tidspunkt i lånets løbetid uforudset ændres, bliver usikkerhedsproblemerne endnu mere fremtrædende end ved de traditionelle lån, specielt da hvis ændringen indtræder nogle få år efter, at låneforholdet er oprettet.

(b) *Usikkerhedsproblemet*: Sigtet med alternative løsningsmuligheder på dette område har ikke mindst at gøre med at skabe mekanismer, der letter en – helst hurtig – tilpasning af den lange rente, både for nye lån, men også for den eksisterende lånemasse, eller i hvert fald dele heraf. Konverteringsvejen kan her – omend i begrænset omfang – være farbar, selv om vejen under alle omstændigheder er stenet, jfr. erfaringerne fra 1930'erne. Introduktion af renterevisionsklausu-

3. Dette gælder dog ikke for indekstrakterne, hvor det offentlige var debitor. Ikke alene indebærer de udover indeksreguleringen skattemæssige fordele, men herudover gives indekstillægget oven i den højeste indlånsrente, som i hvert fald delvis afspejler prisstigningerne. Der er således tale om en art »dobbelt-dækning« for prisstigningerne. Men disse kontrakter kan heller ikke tegnes mere.

4. H. P. Myrup: »Et alternativ til indeksregulerede lån ved finansiering af etageboliger«. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 1964, 102. bind, pp. 292-99.

ler i forbindelse med lange lån er en anden mulighed. Udover de fordelingsmæssige aspekter drejer det sig i virkeligheden om at muliggøre en effektivisering af rentepolitikken som styringsmiddel i den økonomiske politik. En tilbundsgående analyse heraf vil føre for vidt, men der kan være grund til at bemærke, at hvis man tror på, at det er den disponible realrente, der er af betydning for befolkningens adfærd, vil – under de nugældende beskatningsregler – de påkrævede rentevariationer med henblik på at opnå bestemte adfærdssændringer være mindre, hvis det drejer sig om indekslån, end hvis det drejer sig om traditionelle.

*(c) Forsøg på at løse skatteproblemet:* Det traditionelle alternative forslag til løsning af det ovenfor nævnte skatteproblem er at foretage et fradrag i alle renteindtægter og -udgifter, svarende til den konstaterede prisstigning, før de pågældende renteindtægter og -udgifter beskattes, hhv. fradrages på selvangivelsen. Principielt løser man på denne måde problemet om beskatning af prisstigningskompensationselementet i renten.

En sådan ordning – som kan tænkes indført sideløbende med introduktion af indekslån – rejser en række skattetekniske problemer, ligesom den – hvis den med ét slag indføres som en obligatorisk ordning – nok vil rejse et ramaskrig blandt dem, der i de senere år er indgået i låneforhold som debitorer i tillid til, at hele renteudgiften var fradragsberettiget. Gør man i stedet ordningen frivillig, vil der bl.a. opstå den vanskelighed, at man ikke har nogen sikkerhed for, at størrelsen af de samlede indlån, som indskyderne i et bestemt pengeinstitut vælger at placere i overensstemmelse med de nye beskatningsregler, vil modsvare omfanget af udlån på de nye vilkår. Det bliver med andre ord svært at garantere symmetrien.

Men skatteproblemerne er allerede i dag formidable, og man bliver under alle omstændigheder nødt til at gøre noget ved dem, især fordi indkomstopgørelsen er forskellig for »almindeligt skattepligtige« personer og selskaber på den ene side og »fuldt skattepligtige« personer og selskaber (næring og spekulation) på den anden side. Hertil kommer de forskellige beskatningsprocenter for personer, selskaber og ikke-skattepligtige organisationer (herunder de almennyttige boligselskaber). I hele denne labyrint vil der ofte kunne skabes »asymmetriske løsninger« med lavere skattepligt til følge – et forhold, der som bekendt ikke er blevet unddraget offentlighedens opmærksomhed på det seneste. Denne labyrint rejser naturligvis også problemer m.h.t. indekslån; i sidste instans er hovedindvendingen mod disse måske, at de sætter focus på manglerne ved skattelovgivningen, idet flere og flere vil få større muligheder for at kaste sig ud i skatteunddragelsesarrangementer.

### Den tekniske udformning af indeksslån

9. Den tekniske udformning af indeksslåne skal der ikke gøres meget ud af i denne artikel. Der er tilsyneladende ved at være enighed om, at det relevante prisindeks bør være kreditororienteret, d.v.s. at det skal udtrykke ændringen i »det almindelige prisniveau« og ikke være baseret på prisudviklingen inden for (et af) de områder, hvor debitorinteressen kan tænkes at være størst. På denne baggrund er der ikke grund til at komme ind på alle elementerne i den argumentation, der konkluderer i, at et kreditororienteret prisindeks må være den mest hensigtsmæssige løsning<sup>5</sup>. Men der kan være grund til at understrege, at det pågældende prisindeks må være så veldefineret som muligt for hele den periode, det pågældende låneforhold dækker. Herved sigtes bl.a. til, at det næppe kan være hensigtsmæssigt at basere sig på et indeks, hvis beregningsgrundlag i sidste instans kan ændres af helt andre aftalepartnere, herunder arbejdsmarkedets parter, i hvert fald ikke således, at en eventuel ændring i reguleringspristallets beregningsgrundlag automatisk får virkning for indeksslåne. Dette argument taler for at anvende et prisindeks med så få »svage punkter« som muligt, hvad der f. eks. paradoksalt nok kunne tale for at udelade boligposten.

Det skal desuden nævnes, at det nok vil være hensigtsmæssigt at begrænse debtors adgang til at frigøre sig for låneforpligtelsen, således at dette kun kan ske ved opkøb og ikke ved indbetaling af (den pristalsregulerede) restgæld. Hermed sikres kreditor mod uforudsete udtrækninger, ligesom man holder døren åben for den mulighed, at indeksobligationerne opnår en kurs på over pari.

### Argumenter mod indeksslån

10. Herudover kan der være grund til at omtale nogle af de indvendinger mod og kommentarer i forbindelse med indeksslån, som ofte høres fremført.

En del af disse er det svært at tage alvorligt. Det gælder argumentationen

---

5. Dog skal fremhæves det ønskelige i, at der – bl.a. af hensyn til gennemsigtigheden af markedet for indeksslån – kun bliver mulighed for at anvende ét bestemt, på forhånd udpeget, prisindeks som reguleringsgrundlag. Allerede af denne grund er mulighederne for med held at anvende debitororienterede prisindeks tvivlsomme, hvortil kommer, at disse ofte vil udtrykke omkostningsudviklingen snarere end prisudviklingen for det solgte produkt, hvad der vil rejse de velkendte problemer om bl. a. hensyntagen til produktivitetsudviklingen. Dette gælder f. eks. for byggeomkostningsindeks.

Om man anvender et kreditororienteret prisindeks, der inkluderer afgifter (forbrugerprisindeks) eller et indeks, som holder afgifterne udenfor, vil måske på længere sigt være mindre afgørende, for så vidt som valget af prisindeks vil afspejle sig i kurserne for de pågældende indeksslån. Det er dog formentlig mest hensigtsmæssigt at lægge et prisindeks excl. afgifter til grund.

om, at man ved indekslån »legitimerer inflationen«<sup>6</sup> – som om der kunne skaffes nogen mere skudsikker legitimation end sommerens obligationskurser. Heller ikke de mange regnestykker, hvor man viser ydelsernes størrelse i kroner og øre om f. eks. 20 år under forudsætning af en bestemt prisstigningsprocent, kan andet end appellere til smilebåndet, i hvert fald indtil man samtidig anfører konsistente tal for pengeindkomsterne i de pågældende år. Og så forsvinder jo dramatikken. Endelig kan erfaringerne fra andre lande ikke bruges til ret meget i forbindelse med en belysning af indekslåneideen i dens danske udformning, idet dennes hovedkarakteristika: både kreditor og debitor i den private sektor, symmetri i behandlingen af disse kombineret med ordningens frivillighed og dermed samkøbskarakter med traditionelle låneformer – ikke findes i andre lande, i hvert fald ikke med alle de nævnte karakteristika opfyldt på én gang. Snarere kan der måske være grund til at fæstne sig ved, at stadig flere økonomer gør sig til talsmænd for indekslån eller lignende arrangementer i stadig flere lande – selv om det nok må erkendes, at det meste af denne debat befinder sig i en indledningsfase, der kun i beskednen grad bidrager til at belyse de praktiske problemer, som en introduktion af indekslån vil medføre.

11. En anden type af kommentarer kunne måske betegnes »de interessebetonede«.

Når man fra pengeinstitutterne – herunder ikke mindst fra bankernes side – stiller sig kritisk over for indekslåneene, kan det måske i nogen grad ses som udtryk for en almenmenneskelig reaktion i retning af, at man ikke er alt for begejstret for, at der markedsføres et nyt produkt, som man – dog måske nok med urette – ikke mener at kunne konkurrere med, i hvert fald ikke på udlånssiden. Under alle omstændigheder vil indekslåneene let kunne medvirke til at gøre kreditmarkedet mere gennemsigtigt i den forstand, at den større rentemarginal i pengeinstitutternes kreditformidling, sammenlignet med realkreditinstitutternes, kommer i søgelyset. Hvor stor vægt disse betragtninger har ud fra et samfundsøkonomisk synspunkt er straks mere diskutabelt.

En anden betragtning, der til gengæld i høj grad kan være af almindelig interesse, er muligheden for, at introduktionen af indekslån i sig selv vil føre til et kursfald på de traditionelle obligationer.

6. Abba Lerner har om dette argument for nylig meget træffende sagt: »The basic problem is how to stop inflation. Since there is no possibility of doing this quickly, we have the secondary problem of protecting the worst sufferers. This calls for the most complete possible indexing... The argument that this would weaken the fight against inflation is like an argument against vaccination because it weakens the fight against smallpox«. (*Encounter*, November 1974 (Vol. XLIII no. 5) p. 95.)

12. En anden interessegruppe er de almennyttige boligselskaber. Det er klart, at disse må være mere interesseret i traditionelle finansieringsforhold plus tilskud i form af rentesikring end i indeksfinansiering uden tilskud. Så længe man herved kunne få så fordelagtige subsidieringsvilkår, at man kunne opretholde denne sektors nybyggeri på et acceptabelt niveau, var man ifølge sagens natur ikke interesseret i indeksfinansiering. Efter at dette er blevet en mere problematisk affære, er interessen for indeksslån forståeligt nok blevet mindre kølig.

Men man må ikke overse, at hvis indførelse af indeksslån i forbindelse med boligselskabernes finansiering skulle føre til en begyndende optøning af huslejespændingerne *inden for* det almennyttige byggeri, vil tanken ikke just være populær hos hovedparten af boligselskabernes lejere, nemlig den del, der hylder den første boligpolitiske målsætning, fordi de hermed selv er sikret en stadig faldende huslejeandel, målt i forhold til deres indkomst.

13. En tredje interessegruppe er de politikere, som for enhver pris ønsker pristalsreguleringen af lønningerne afskaffet og forudser vanskeligheder med henblik på at forklare befolkningen, hvordan dette standpunkt er foreneligt med, at man så at sige i samme åndedrag indfører pristalsregulering af restgæld.

Her er svaret imidlertid, at problemet udelukkende er af pædagogisk art. Når diskussionen omkring pristalsregulering af lønninger har kunnet fortsætte så længe uden klare generelle konklusioner, hænger det bl.a. sammen med, at pristalsreguleringen kun er *en af de komponenter*, der indgår i den samlede lønstigning, således at man i det uendelige kan diskutere, hvorvidt bortfaldet af den ville føre til, at de andre komponenter ville stige tilsvarende stærkere.

Præcis det modsatte er imidlertid tilfældet ved indekskontrakter. Naturligvis vil renteudgiften, målt i kroner og øre, stige som følge af en eventuel prisstigningsbølge, fordi restgælden reguleres opad i takt med prisstigningen<sup>7</sup>; modstykket hertil er, at kreditorernes stilling forbedres sammenlignet med situationen under traditionelle finansieringsforhold. Der sker altså en omfordeling, hvorved kapitalgevinsterne for ejere af belånt realkapital beskæres. Om man er tilhænger heraf er til dels et politisk spørgsmål. Man kan jo mene, at de tab, kreditorerne har haft gennem de senere år i forbindelse med traditionelle placeringsformer, har været prisen værd, nemlig at det til gengæld næsten har været umuligt at

---

7. Samtidig kan en prisstigningsbølge imidlertid tænkes at føre til ændrede præferencer på kreditorside mellem indeksobligationer og traditionelle, således at kursen på indeksobligationer stiger, i det omfang den overhovede påvirkes. Renteudgiften i forbindelse med nye indeksslån vil i så fald få en selvstændig påvirkning i *nedadgående* retning.

foretage fejlinvesteringer, baseret på fremmedkapital tilvejebragt gennem traditionelle låneformer.

Hertil kommer – som et selvstændigt argument, der i hvert fald i nogle situationer må forventes at være af betydelig vægt – at selve adgangen til at placere i værdifaste fordringer vil øge den samlede interesse i at holde fordringer, hermed formindske »flugten over i realværdierne« og således virke efterspørgselsdæmpende, hvad der vil kunne have en *dæmpende* virkning på inflationstakten – ikke mindst i de situationer, hvor problemet er mest udtalt, nemlig under accelererende prisstigninger i forbindelse med et almindeligt efterspørgselspres.

14. En af de oftest fremsatte indvendinger mod indeksslån – i hvert fald i de seneste år – er, at der ikke vil være interesse for disse lån på debitorside. Hvis hypotesen var rigtig, måtte den i hvert fald indebære en meget lav effektiv forrentning af sådanne lån, så argumentet må gå på, at selv i så fald vil kun meget få turde binde an med lån på indeksvilkår.

Denne antagelse forekommer mere end tvivlsom, selv om det er klart, at skattepligtige debitorer ikke vil overse den mistede fradragsmulighed. For det første vil indeksslån muligvis være det eneste alternativ, som boligselskaberne vil have, hvis deres nybyggeri skal kunne fortsætte – herunder kunne lejes ud til en begyndelseshusleje, der stort set dækker omkostningerne incl. finansieringsomkostningerne. For det andet er det nok et spørgsmål, om ikke tidsprofilen ved indeksslån under alle omstændigheder vil tiltrække mange investorer, når fremmedkapitalen skal tilvejebringes – herunder ikke mindst investorer, der likviditetsmæssigt ikke kan magte begyndelsesydelserne ved traditionel finansiering, og som derfor måske ikke har andet alternativ til indeksfinansiering end slet ikke at investere.

Hertil kommer – sidst, men ikke mindst – hele usikkerhedsproblemstillingen. Har man optaget et traditionelt obligationslån, hænger man – når bortses fra konverteringsmuligheder etc. – på ydelsen, målt i kroner og øre, også selv om prisstigningstakten skulle afsvækkes markant. Så i virkeligheden er det ikke svært at forestille sig en situation, hvor der skal mere vovemod til at finansiere traditionelt end til at indeksfinansiere. Måske har vi allerede situationen lige om hjørnet.

15. Endelig kunne der være grund til at diskutere virkningerne af, at man på markedet både har traditionelle og indeksobligationer. Hvilke bånd vil der nødvendigvis være mellem kurserne på disse to obligationstyper, og hvorledes påvirker det den pengepolitiske manørefrihed?

En af vanskelighederne ved en analyse af disse problemer er, at beskatnings-

forholdene selvsagt spiller en selvstændig rolle for præferencerne hos såvel kreditorer som debitorer. Er kreditor ikke skattepligtig, vil han naturligt nok koncentrere interessen om traditionelle obligationer, mens indeksobligationer især vil være attraktive for kreditorer med en høj marginalskat. Omvendt vil debitor ikke føle sig så afskrækket af den høje nominelle rente ved traditionel finansiering, hvis den er fradragsberettiget. Kursrelationerne bliver således ikke alene et spørgsmål om forventningsstrukturen m.h.t. den fremtidige prisudvikling, men også et spørgsmål om beskatningsforhold og subsidieringsvilkår. Dette er nok den vigtigste grund til, at man på dette område ikke hidtil er nået frem til meget klare konklusioner.

16. Skal man alligevel afslutningsvis prøve at angive et par stikord i forbindelse med en vurdering af kursudviklingen for indeksobligationer, må det fundamentale udgangspunkt være, at da hensyntagen til prisudviklingen netop er indbygget i indeksslånene, vil ændrede prisstigningsforventninger i hvert fald ikke påvirke deres kursudvikling nær så stærkt som for de traditionelle obligationers vedkommende. Allerede af den grund vil indeksobligationerne under alle omstændigheder få en mere stabil kursudvikling end de traditionelle. Dette vil især gælde i det omfang, det er den disponible realrente, der bestemmer adfærden i samfundet, jfr. ovenfor.

Det er derfor ikke hentet ud af den blå luft, når jeg ved flere lejligheder har hævdet, at kurserne for indeksslån vil vise en betydelig stabilitet, selv under stærkt vekslende prisstigningsforventninger. Helt stabile vil de dog naturligvis ikke blive. I denne sammenhæng kan der være grund til at nævne to forhold.

For det første vil der kunne opstå problemer, sålænge det traditionelle marked dominerer, mens indeksmarkedet endnu er begrænset. Dette følger allerede af trægheden i kursudviklingen på det traditionelle marked, hvor den disponible realrente efter skat i lange perioder har været negativ trods kurser, man umiddelbart ville betegne som lave.

For det andet må man jo ikke glemme, at mens total kursstabilitet kan ses som en selvstændig målsætning ud fra bl.a. et kreditorsynspunkt, så følger det af selve kreditpolitikens karakter af at være et økonomisk-politisk instrument – et sigte, der jo nødvendigvis helt skulle være tabt af syne – at der skal kunne fremkaldes kursvariationer, og dermed rentevariationer, med et aktivitetspåvirkende sigte. Forfølger man denne tankegang, når man frem til, at en af fordelene ved indeksslån måske netop er, at de – selv med begrænsede kursudsving sammenlignet med traditionelle obligationer – vil være mere effektive end disse ud fra pengepolitiske styringssynspunkter.