

Indekslån – et supplement til traditionelle fordringer?

Anders Ølgaard

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

SUMMARY: This article reviews main aspects related to the possible introduction of index-linked bonds in the Danish capital market as a supplement to traditional bonds. It discusses the demand for bonds with a given real interest rate, the time profile problem and issues related to taxation. Emphasis is given to problems of uncertainty, and the interrelationship of index-linked bonds and taxation of the real interest rate is pointed out. This is done on the basis of figures, illustrating recent structural changes of the Danish bond market.

Indledning

I løbet af sommeren 1981 er spørgsmålet om introduktion af indeksslån som alternativ finansieringsform for første gang indgået seriøst i den økonomisk-politiske debat her i landet, hvad der bl.a. kom til udtryk i statsministerens åbningstale i folketinget den 6. oktober. Da der er tale om en nydannelse, som vil kunne få vidtrækkende konsekvenser – svarende til f.eks. indførelsen af begrebet »ejerlejlighed« ved boligforliget i 1966 – kan der være grund til at prøve at give en beskrivelse af denne fordringstype, herunder en oversigt over de faktorer, der har været medvirkende til, at indeksslån er blevet aktuelle, samt en karakteristik af virkningerne af indeksslån sammenlignet med traditionel finansiering.

Indeksslån kan udformes på mange forskellige måder, hvad der i øvrigt er en af årsagerne til, at debatten om dem kan forventes at fortsætte, så længe økonomier som den danske er præget af *inflation* – med *usikkerhed* om den fremtidige inflationstakt – af et højt nominelt *renteniveau* og af en utilfredsstillende udvikling i *investeringer* med lang levetid, i første række boliger og andre bygninger. På alle disse områder medfører indeksslån, at konsekvenserne for såvel kreditor som debitor vil være afgørende forskellige fra, hvad der er tilfældet ved traditionel finansiering. I denne forbindelse er der også grund til at nævne *beskatningsreglerne*.

Indekslån – et supplement til traditionelle fordringer?

Anders Ølgaard

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

SUMMARY: This article reviews main aspects related to the possible introduction of index-linked bonds in the Danish capital market as a supplement to traditional bonds. It discusses the demand for bonds with a given real interest rate, the time profile problem and issues related to taxation. Emphasis is given to problems of uncertainty, and the interrelationship of index-linked bonds and taxation of the real interest rate is pointed out. This is done on the basis of figures, illustrating recent structural changes of the Danish bond market.

Indledning

I løbet af sommeren 1981 er spørgsmålet om introduktion af indeksslån som alternativ finansieringsform for første gang indgået seriøst i den økonomisk-politiske debat her i landet, hvad der bl.a. kom til udtryk i statsministerens åbningstale i folketinget den 6. oktober. Da der er tale om en nydannelse, som vil kunne få vidtrækkende konsekvenser – svarende til f.eks. indførelsen af begrebet »ejerlejlighed« ved boligforliget i 1966 – kan der være grund til at prøve at give en beskrivelse af denne fordringstype, herunder en oversigt over de faktorer, der har været medvirkende til, at indeksslån er blevet aktuelle, samt en karakteristik af virkningerne af indeksslån sammenlignet med traditionel finansiering.

Indeksslån kan udformes på mange forskellige måder, hvad der i øvrigt er en af årsagerne til, at debatten om dem kan forventes at fortsætte, så længe økonomier som den danske er præget af *inflation* – med *usikkerhed* om den fremtidige inflationstakt – af et højt nominelt *renteniveau* og af en utilfredsstillende udvikling i *investeringer* med lang levetid, i første række boliger og andre bygninger. På alle disse områder medfører indeksslån, at konsekvenserne for såvel kreditor som debitor vil være afgørende forskellige fra, hvad der er tilfældet ved traditionel finansiering. I denne forbindelse er der også grund til at nævne *beskatningsreglerne*.

Et frivilligt alternativ?

I det følgende vil der være gjort den forudsætning, at indeksslån får karakter af et *frivilligt alternativ* til traditionel låntagning, henholdsvis långivning. Allerede her vil de politiske meninger være delte, idet der i de senere år har været flere forslag fremme om indeksslån i lukkede kredsløb. Sådanne lukkede kredsløb ville på debitorsiden bl.a. være præget af boligselskaber m.v., som i forvejen er subsidierede i form af rentesikring m.v., og hvor indeksslån derfor ville repræsentere et alternativ, som debitor i givet fald ville have vanskeligt ved at afslå – i hvert fald hvis folketinget gjorde indeksfinansiering til en betingelse for fortsat subsidiering af denne sektor.

På kreditorsiden ville lukkede kredsløb i givet fald specielt være repræsenteret af diverse fonde af en mere eller mindre offentlig karakter, som der i denne sammenhæng ikke er grund til at specificere yderligere. Problemet med sådanne lukkede kredsløb ville nemlig under alle omstændigheder være, at der ville opstå et kapitalmarked, der umiddelbart ville være parallelt med det traditionelle, men således at der kunne tænkes at opstå betydelige afvigelser mellem vilkårene i det lukkede kredsløb og på det frie kapitalmarked. Dette ville i sig selv kunne vanskeliggøre pengepolitikken, og det er formentlig ud fra sådanne synspunkter, at Nationalbanken altid har været modstander af indførelsen af indeksslån i lukkede kredsløb, idet disse ville være unddraget de virkninger, som ændringer i pengepolitikken af traditionel karakter sigter mod at fremkalde i den økonomiske adfærd.

Spørgsmålet om lukkede kredsløb skal imidlertid ikke blot vurderes ud fra ideologiske og pengepolitiske synsvinkler. Et afgørende spørgsmål – måske det afgørende – er det, om indekserede fordringer vil blive *omsat i markedet, hvorved der vil finde en løbende prisfastsættelse sted*. Det forudsættes herved, at indekserede fordringer vil eksistere side om side med traditionelle – også i den forstand, at Nationalbanken kan tænkes at foretage markedsoperationer på begge markeder.

Når prisfastsættelsen på indeksslån vil ske i markedet, følger heraf bl.a., at *kursen på indeksslånene vil afhænge af udbud og efterspørgsel*. Når der kan være grund til allerede indledningsvis at fremhæve denne banalitet, skyldes det, at der, når spørgsmålet om indeksslån i de senere år har været bragt på bane, næsten undtagelsesfrit har udviklet sig en livlig debat om, hvorvidt der på det givne tidspunkt ville være debitor- og kreditorinteresse for at udbyde eller efterspørge indeksslån. Svaret herpå må vel altid være, at det bl.a. vil bero på kurserne på de pågældende lån. Tror man, at kreditorinteressen vil være dominerende, er det blot et udtryk for en forventning om, at kurserne på indeksslån vil blive høje og den effektive rente tilsvarende lav, mens et udsagn om, at debitorinteressen vil være dominerende, må indebære, at de pågældende forventer en relativt høj effektiv rente på indeksslån. Da

der er tale om et nyt produkt, er det ikke mærkeligt, at forventningerne med hensyn til dets fremtidige pris kan variere.

Spørgsmålet om den potentielle interesse for indeksslån kan derfor mere meningsfyldt belyses ved en drøftelse af det mængdemæssige omfang, indeksslånene vil kunne tænkes at få ved det i markedet fastlagte kursniveau og den dertil svarende effektive forrentning. Dette omfang vil bl.a. bero på, hvorvidt der i markedet er forskelle i prisstigningsforventningerne inden for kredsen af potentielle kreditorer og debitorer - og i disse gruppers vurdering af den til forventningerne knyttede usikkerhed. Dertil kommer naturligvis bl.a. de skattemæssige regler.

Indeksslån, definition

Den grundlæggende idé i forbindelse med indeksslån er, at restgælden (tilgodehavendet) bliver justeret over tiden på basis af udviklingen i et på forhånd fastlagt prisindeks. Denne justering, som efterhånden har fået betegnelsen »indekstillægget«, indebærer, at fordringens realværdi opretholdes eller - sagt med andre ord - en kompensation for det tab i realværdi, som er en følge af prisstigningen. Indekstillægget skal derfor efter regeringens seneste forslag - som vil blive lagt til grund i det følgende - *ikke være skattepligtig indkomst for kreditor og ej heller fradragsberettiget for debitor.*

Afdrag og renter betales på basis af den med indekstillægget korrigerede restgæld (tilgodehavende). Renterne er skattepligtige henholdsvis fradragsberettigede efter de hidtidige regler.

På denne baggrund vil indeksslån komme til at fungere nøjagtigt som traditionelle låneformer i en situation med stabile priser. Dette hovedsynspunkt kan det være værd at fremdrage, dels for at afmystificere indeksslånene, men dels også for at fremhæve, at adgang til indeksslån ikke automatisk vil medføre, at man har løst alle finansieringsproblemer.

Når det netop blev fremhævet, at indeksslån vil fungere som traditionelle lån under stabile priser, gælder dette naturligvis, når man i forbindelse med indeksslånene anlægger en *real* betragtning, d.v.s. når man renser tallene for inflations-elementet, svarende til at man måler i »købekraft over for varer og tjenester«. Heri ligger samtidig, at den effektive rente på indeksslån kun vil blive en brøkdel af den øjeblikkelige effektive markedsrente ved traditionel finansiering.

Når man vil drøfte behovet for en alternativ, supplerende fordringstype på det danske kapitalmarked, kan det være hensigtsmæssigt at betragte spørgsmålet såvel ud fra et kreditor- som et debitorsynspunkt. Dette vil blive gjort i det følgende, idet der dog i første omgang vil blive set bort såvel fra skattemæssige problemer som fra de forhold, der knytter sig til den aktuelle situation med hensyn til inflationstakt, renteniveau og dermed realrente m.v.

Kreditorinteressen

Det er en kendt sag, at inflation udhuler værdien af fordringer, om end dette normalt i større eller mindre grad kompenseres gennem en højere nominel rente. Mens obligationer kan betragtes som »guldrandede« under et relativt stabilt prisniveau, er det samme ikke tilfældet under vedvarende inflation, og da slet ikke, når der hersker usikkerhed om det fremtidige inflationstempo. Køber man en traditionel fordring, kender man – hvis det er en langfristet obligation – dens fremtidige afkast i kroner og øre, men jo ikke realværdien heraf. Hvis man specielt er interesseret i værdifast placering, kunne man i inflationstider ty til køb af aktier (hvis værdi jo imidlertid ikke automatisk er inflationssikret), fast ejendom (der jo på det seneste har vist sig heller ikke at være det – i hvert fald ikke på kort sigt) eller lignende. Selv disse placeringsformer giver altså ikke garanti for værdifasthed. De yder med andre ord ikke sikkerhed for, at realrenten vil være positiv (eller evt. nul).

Som argument for indeksslån kan man derfor ud fra et helt fundamentalt synspunkt anføre, at der i et velordnet samfund *bør være mulighed for at placere sine midler således, at de er værdisikrede*. Dette er åbenbart ikke noget problem, så længe inflationstakten er begrænset. Men når den er høj, og ikke mindst når den er uforudsigelig, kan der være grund til at antage, at det nævnte behov vil være til stede, især i forbindelse med ønsket om en langfristet opsparing, eksempelvis i forbindelse med fremtidigt bortfald af erhvervsaktivitet.

Det kan hævdes, at hvis renten er tilstrækkeligt høj, er behovet for placeringsmuligheder i form af indekserede tilgodehavender ikke så stort. Spareren kunne jo nemlig blot reinvestere så stor en del af de løbende renteindtægter, at realværdien af tilgodehavendet bevares intakt. Imidlertid vil man i praksis ikke have garanti for, at det på denne måde kan lade sig gøre *på længere sigt* fortsat at opnå en positiv realrente.

Bl.a. på denne baggrund kan der ved vurdering af kreditorinteressen være grund til at anlægge den supplerende betragtning, at mange kreditorer med meget betydelige placeringer vil være interesserede i at *sammensætte deres portefølje* således, at de ikke »lægger alle deres æg i samme kurv«. Allerede ud fra denne betragtning, der tager et andet udgangspunkt end overvejelserne i hovedparten af denne artikel, kan der være grund til at vente kreditorinteresse for en ny placeringsmulighed med andre egenskaber end de traditionelle, således som det er tilfældet ved indeksslån.

Valg af prisindeks til beregning af indekstillægget

Ud fra de nævnte forhold vil det, fra kreditors synspunkt, være nærliggende, at det prisindeks, som anvendes ved beregning af indekstillægget, altså i forbindelse med justeringen af restgælden (tilgodehavendet), bliver *kreditorrelateret*, således at

det afspejler udviklingen i »*det almindelige prisniveau*«. Om man skal vælge forbrugerprisindekset, nettopristallet eller reguleringspristallet, skal ikke droftes nærmere her.

På tilsvarende måde kan debitorinteressen tilsige, at prisindekset afspejler udviklingen i priserne på det område, hvor den med indeksslån finansierede investering finder sted. Der vil altså foreligge modstående interesser med hensyn til grundlaget for beregningen af indekstillægget. I det følgende er det imidlertid forudsat, at indekstillægget vil blive valgt med henblik på at afspejle udviklingen i det almindelige prisniveau - og altså blive kreditorrelateret.

Argumentet herfor hænger dels sammen med, at det under alle omstændigheder vil være vanskeligt for et bestemt erhverv entydigt at fastlægge et relativt ukompliceret debitorrelateret prisindeks, idet der i givet fald bl.a. vil opstå problemer med hensyntagen til såvel salgspriser som priserne på de forskellige omkostningselementer med skyldig hensyntagen til produktivitetsudviklingen etc.

Men hertil kommer det forhold, at der ved debitorrelaterede prisindeks ifølge sagens natur vil blive tale om, at man markedsfører en lang række forskellige indeksslån, baseret på forskellige prisindeks. Dette kan ikke alene svække kreditorinteressen, men det vil gøre markedet for indeksslån uigennemsigtigt. Under alle omstændigheder vil det formentlig tage nogen tid, før markedet vænner sig til at leve med såvel traditionelle som indekserede fordringer, men problemerne vil være endnu større, hvis de forskellige typer af indeksslån ikke bliver så sammenlignelige som muligt. Det er især på denne baggrund, at indeksslån i det følgende vil være forudsat kreditorrelaterede og altså baseret på *indekstillæg, der afspejler udviklingen i det almindelige prisniveau*.

I denne forbindelse kan man også rejse det spørgsmål, om der skal være klausuler i forbindelse med beregningen af indekstillægget, som kan træde i kraft, hvis dette måtte blive af et meget betydeligt omfang. Her må man være opmærksom på, at jo flere klausuler man indfører, jo mindre tiltrækkende vil indeksslånene blive ud fra et kreditorsynspunkt.

Hvis man endelig mener, at klausuler er nødvendige, er det mest nærliggende forbehold ud fra de ovenfor anførte synspunkter, at indekstillægget alternativt kan beregnes på basis af et generelt *lønindeks*, hvis dette måtte vise sig at være steget mindre end prisindekset.

At priserne over længere perioder skulle stige mere end pengelønningerne, er ikke særlig sandsynligt i et samfund af vores type. Men en sådan udvikling kan på den anden side ikke helt udelukkes, f.eks. i forbindelse med en fortsat forringelse af bytteforholdet i udenrigshandelen. Under et sådant forløb, der vil indebære alvorlige problemer for økonomien, vil man kunne hævde, at kreditorinteressen må

være tilgodeset ved, at indekstillægget vokser i samme takt som lønmodtagerindtægterne.

Et standardargument mod indekslån er, at der i perioder, hvor indekslånene skal stå deres prøve, vil være en nærliggende risiko for, at det offentlige griber ind og modificerer indekstillægget af hensyn til debitor. Hvilken vægt der kan tillægges dette argument, kan næppe afgøres ud fra økonomiske analyser. Hvis der imidlertid er en klausul om alternativ beregning på basis af et lønindeks, vil konstruktionen være mere robust i en tænkt situation, hvor man foretager indgreb mod stigningen i pengelønningerne.

Herudover kan der om risikoen for, at det offentlige måtte tilsidesætte reglerne for beregning af indekstillæggene, være grund til den bemærkning, at selve det forhold, at indekslånene bliver omsættelige og dermed prisfastsættes i markedet, jfr. ovenfor, vil gøre en offentlig intervention mindre sandsynlig. Kursen på indekslån må nemlig i så fald antages at have tilpasset sig de ekstraordinære forhold, som vel under alle omstændigheder vil være en forudsætning for en tænkt, offentlig indgriben i eksisterende kontraktsforhold.

Debitorinteressen

Debitorinteressen i at låne i form af indekslån er især knyttet til den aflastning, som man i den første del af lånets løbetid vil opnå i form af lavere ydelser i forbindelse med betaling af renter og afdrag. Modstykket hertil er naturligvis, at der senere vil blive tale om større ydelser end ved traditionelle lån, og for så vidt kan man sige, at indekslån især indebærer en *likviditetsforbedring* for debitor. Under alle omstændigheder er debitorinteressen for indekslån bl.a. knyttet til den *ændrede tidsprofil*, som kommer til udtryk i lavere ydelser i den første del af lånets løbetid.

Hvis inflationen måtte vise sig at fortsætte – og måske endda accelerere – kan man til gengæld tænke sig, at ejerne af indeksbelånte aktiver vil kunne blive nødlidende som følge af, at restgælden jo i kraft heraf vil blive justeret opad. Dette er »tidsprofilens anden side«. På denne baggrund kan det hævdes, at man med indekslån indbygger en risiko for, at der i fremtiden opstår »sorte huse« eller »sorte landbrugsejendomme«.

Argumentet er centralt – også i pengeinstitutternes negative holdning over for indekslånene. Det ville da også være forkert at ignorere dette punkt. Samtidig kan der være grund til at prøve at nuancere argumentationen en smule.

For det første – og det peger nærmest på at forstærke argumentets tyngde – er det allerede ovenfor nævnt, at det i denne artikel forudsættes, at det pristol, som danner grundlag for indekstillægget, vil blive kreditorrelateret. Med denne forudsætning vil der selvsagt kunne opstå situationer, hvor debitor vil føle ydelserne på indekslånet

som meget tyngende, fordi prisudviklingen på det pågældende erhvervs produktion og de dertil knyttede omkostninger kan blive så ugunstig, at det kan blive vanskeligt at betjene indeksslåne, selv med skyldig hensyntagen til produktivitetsudvikling etc.

Forinden denne tankegang forfølges videre, bør det nævnes, at der i det lange løb vil være en tendens til, at de *relative* priser udviser et stabilt mønster. Et fortsat stærkt inflationstempo må derfor ventes afspejlet såvel i pengeløn som i priser, værdien af realkapital etc. Om nogen fuldstændig parallellitet vil der dog naturligvis ikke nødvendigvis være tale, og det kan derfor ikke afvises, at f.eks. mange landmænd vil kunne føle byrden af eventuelle indeksslån som stadig tungere at bære. Dette er imidlertid et forhold, som allerede kendes i den form, at landbrugets omkostninger i perioder er steget væsentligt stærkere end salgspriserne - også under hensyntagen til produktivt fremskridt etc. Denne sammenhæng kan i en markedsøkonomi opfattes som et signal om, at ressourcerne kan give et større afkast i andre erhverv end f.eks. i landbruget, og er dette tilfældet, må det under alle omstændigheder forudsætte en form for offentlig subsidiering, hvis erhvervet skal undgå en afvandring i drastisk tempo.

For boligsektoren vil noget lignende gøre sig gældende. På langt sigt kan der på basis af fortidens erfaringer være grund til at forvente, at ejendomspriserne vil stige i takt med det almindelige prisniveau, og i så fald indebærer indeksfinansiering ikke noget betydeligt problem. Tværtimod vil indeksslån bidrage til, at »omkostningsbestemte« huslejer vil bevæge sig nogenlunde parallelt med »markedsbestemte«, hvad der vil kunne gøre det lettere at føre en boligpolitik, der ikke fører til for store *huslejespændinger* i udlejningsbyggeriet. For ejerboligerne vil virkningen af indeksfinansiering blive, at *kapitalgevinster* - i form af debitorgevinster - må forventes at komme til at spille en mindre rolle, fordi gældens realværdi vil være konstant.

Imidlertid kan man naturligvis ikke på forhånd afvise den mulighed, at ejendomspriserne på længere sigt vil stige svagere end det almindelige prisniveau. Men i et sådant »scenario« må det da samtidig gælde, at nybyggeriet vil gå i stå, idet man - under forudsætning af en normal fremtidig produktivitetsudvikling i byggeriet - vel næppe kan tænke sig en lønudvikling, der i et sådant forløb vil kunne gøre nybyggeriet konkurrencedygtigt med den eksisterende boligmasse. I en sådan situation vil opretholdelsen af et nybyggeri altså forudsætte subsidiering.

De ovenstående betragtninger kan måske sammenfattes derhen, at hvis man venter, at langsigsrentabiliteten i et erhverv er tvivlsom, må man under alle omstændigheder regne med lavere investeringer og lavere beskæftigelse i det pågældende erhverv. Med traditionelle finansieringsformer vil denne udvikling

blive fremskyndet, for så vidt som investor udover sine øvrige afvejelser må inddrage tidsprofilproblemet, altså de høje begyndelsesydelse. Indeksfinansiering vil fjerne dette problem, men vil naturligvis ikke fjerne de øvrige problemer, knyttet til den pågældende investering. For så vidt kan man sidestille adgang til indeksfinansiering med en overgang – under normale finansieringsformer og under forudsætning af stabile priser – fra serielån til annuitetslån. Tidsprofilerne ændrer sig i en for debitor mere gunstig retning, men investeringens rentabilitet ændres naturligvis ikke nødvendigvis heraf.

På denne baggrund kan man da heller ikke afvise frygten for indeksfinansierede »sorte huse«. Men man må i så fald samtidig være opmærksom på, at tilsvarende fænomener kan opstå under traditionel finansiering. Hvis en ejerbolig (eller en landbrugsejendom) eksempelvis er finansieret med pantebreve op til skorstenen, idet ejeren regner med en fortsat inflation, der vil give belånbare friværdier, der igen kan udnyttes med henblik på finansiering af de høje begyndelsesrenteudgifter, og hvis så den forventede stigning i ejendomspriserne udebliver – ja, så er der jo i virkeligheden også her tale om et »sort hus« eller en »sort landbrugsejendom«. Problemerne vil her være to. For det første at få solgt de nødlidende ejendomme til så lav en pris, at køber kan udnytte ejendommen. Derefter at finde ud af, om der til sådanne priser på realkapitalen er mulighed for at foretage rentable investeringer på området. Skulle dette ikke være tilfældet, må resultatet blive, enten at investeringerne går i stå, eller at den økonomiske politik tilrettelægges sådan, at der – eventuelt via subsidier – bliver mulighed for trods alt at foretage investeringer på området. En sådan tilpasningsproces vil være smertefuld for de investorer, hvis investeringer viser sig ikke at have været rentable, men processen er fundamentalt den samme, hvad enten man har indeksfinansiering eller traditionel finansiering.

På kort sigt kan der opstå yderligere problemer, fordi ændringer i relative priser – og herunder ikke mindst i den relative værdi af forskellige typer realkapital – her kan ske på en mere abrupt og uforudsigelig måde. Dette forhold vil i sig selv tilsige, at indeksbelåning får en afdragsprofil, der ikke gør risikoen for kreditor alt for stor, en risiko, der jo vil bestå i, at indekstillægget vokser stærkere end ejendommens værdi, hvorved pantsikkerheden svækkes. Den hermed forbundne risiko kan imødegås ved, at afdragsprofilen får en sådan udformning, at afdragene i begyndelsen bliver større end ved traditionelle lån. Dette kan f.eks. ske ved, at man udformer indeksslåne som *serielån* med konstante reale afdrag over perioden og dermed med reelt faldende ydelse. Det er også nærliggende at nævne den mulighed, at kun »den yderste del« af finansieringen sker ved indeksslån, idet resten finansieres traditionelt. Imidlertid er det klart, at jo mere man betræder sådanne veje, jo mindre bliver formindskelsen af begyndelsesydelsen sammenlignet med traditionel finansiering.

Desuden skal det fremhæves, at det vil blive mindre tiltrækkende at have pantebreve efter et indeksslån end efter et traditionelt lån. For et par år siden, da pantebrevsmarkedet var blevet så omfattende, at det vanskeliggjorde den pengepolitiske styring, kunne dette forhold anføres som et argument til fordel for indeksslån, idet man hermed ville få en automatisk bremse på det ekspanderende pantebrevsmarked. Dette problem har man i mellemtiden prøvet at løse på anden vis (højere belåningsgrænser i realkredit etc.), samtidig med at der jo for tiden ikke sker nogen prisstigning for fast ejendom, der kan danne grundlag for supplerende låntågning. Men det må indgå i overvejelserne, at over for den fordel, som indeksslån vil give debitor i form af en bedre tidsprofil, vil der fra debitors synspunkt stå den ulempe, at mulighederne for efterfølgende supplerende finansiering vil blive forringet.

Beskatningsforholdene

Hidtil har beskatningsproblemerne været søgt holdt udenfor. Imidlertid er indeksslånene jo ikke mindst interessante ud fra skattemæssige synspunkter, og før de er inde i billedet, har man overhovedet ikke dækket præmisserne for en vurdering i blot nodtorftigt omfang.

Som nævnt indledningsvis er det forudsat, at indekstillægget vil være skattefrit for kreditor og ikke fradragsberettiget for debitor. Begrundelsen for denne skattemæssige behandling skal søges i det forhold, at indekstillægget betragtes som *kompensation* for et »tab« for kreditor (en »gevinst« for debitor), fordi lånet i kraft af inflationen ellers ville have mistet realværdi. Da der således er tale om en kompensation, bør indekstillægget hverken være skattepligtigt hos kreditor eller fradragsberettiget hos debitor.

Helt generelt kan man for en periode, der allerede er forløbet, opdele den effektive rente i en »prisstigningskompensation« og en residualt bestemt »realrente«, der igen bl.a. afspejler pengepolitiske indgreb. Og man kan herefter hævde, at prisstigningskompensationen altid bør være skattefri, mens resten – altså den residualt bestemte realrente – bør beskattes.

Formuleret på denne måde er skatteproblemet i forbindelse med rentebeskatning et helt generelt problem, som ikke blot er knyttet til indeksslån. Det særlige ved indeksslån er kun, at problemet bliver blotlagt, idet prisstigningskompensationen udskilles eksplicit og løbende som et led i lånets konstruktion.

Som bekendt er kreditor efter gældende regler principielt skattepligtig af hele renteindtægten, mens debitor kan fradrage hele renteudgiften. I praksis er problemerne mere komplicerede. Indledningsvis vil vi for forenklingens skyld forudsætte, at såvel debitor som kreditor er skattepligtig med samme marginale skattesats.

Selv i så fald vil asymmetrier kunne opstå, sådan som det danske realkreditsystem og de gældende skatteregler er indrettet. Ved realkreditfinansiering vil muligheden for at optage kontantlån således medføre, at debitor som regel vil kunne fradrage et større rentebeløb, end kreditor skal medregne i sin skattepligtige indkomst, fordi kreditor typisk vil have erhvervet den pågældende obligation til en kurs under pari.

Mere generelt – og som en komplicerende faktor i spørgsmålet om rentebeskatning – gælder det, at købere af obligationer (i hvert fald uden for den finansielle sektor) ifølge de gældende regler kun vil blive beskattet af den *direkte* rente, de opnår, men ikke af den resterende del af den effektive rente, nemlig den *kursgevinst*, de måtte opnå ved salg. Ud fra dette synspunkt kan man sige, at de gældende principper for rentebeskatning rammer indestående i pengeinstitutter hårdest, for så vidt som renteindtægter her er skattepligtige i deres helhed – hvad der for skattepligtige kreditorer (sparere) normalt vil indebære en negativ realrente efter skat (medmindre der er tale om særlige, skattebegünstigede indskudsformer).

Indekslån (indekstilgodehavender) repræsenterer det modsatte yderpunkt, idet her kun realrenten bliver beskattet. Men herimellem befinder de traditionelle obligationer sig. Her beskattes den direkte rente, mens kursgevinster normalt ikke er skattepligtige (og kurstab ikke fradragsberettigede). Man må gå ud fra, at sådanne kursgevinster og -tab er en af de faktorer, der gør livet vanskeligt for det rentebeskatningsudvalg, hvis betænkning vi alle venter på, men spørgsmålet skal ikke yderligere forfølges her.

Forskellige typer af skattepligt

Når den overfor gjorte forudsætning om samme marginale skattesats hos kreditor og debitor ikke er opfyldt i virkelighedens verden, hænger det som bekendt sammen med stigende marginalsatter ved øget indkomst. Mindst lige så vigtigt er det, at der eksisterer forskellige typer af skattepligt. Igen drejer det sig om en problemkreds, som kun skal berøres mere periferisk, men som på den anden side hører med i en omtale af indeksslån, for så vidt som det må antages, at interessen for indeksfordringer alt andet lige vil være størst for skattepligtige kreditorer med en høj marginal skattesats, mens skattefrie institutioner næppe vil være så interesserede i at erhverve indekserede fordringer.

Omvendt vil interessen for at optage indeksslån som debitor være størst, hvor de pågældende ikke er skattepligtige og derfor ikke opnår nogen fordel af rentefradraget. Ud fra dette synspunkt – som naturligvis ikke er eneafgørende, jfr. ovenfor om tidsprofiler m.v. – kan man forvente, at ikke mindst personer med en begrænset

skattepligtig indkomst, f.eks. landmænd, og boligselskaber (alt afhængig af de alternative finansieringsmuligheder, det offentlige tilbyder dem) vil være interesserede i at være debitorer i forbindelse med indeksslån. Hertil kommer naturligvis muligheden for, at staten selv melder sig som debitor ved at give en del af sine obligationsalg i markedet form af indeksobligationer.

Imidlertid kan der også på dette område være grund til at antage, at rentebeskatningsudvalget vil have analyser at præsentere og måske forslag at stille vedrørende beskatning af finansielle afkast. Og igen gælder det, at sådanne eventuelle forslag vil kunne få betydning for interessen for indeksslån, såvel på kreditor- som på debitorsiden. Specielt kan der være grund til at vente, at der under en eller anden form vil blive stillet forslag om en løbende beskatning af renteindtægter m.v. i forsikringselskaber og pensionskasser m.v. De gældende skatteregler for disse institutioner gør det favorabelt for borgerne at foretage placeringer hos dem. Denne skattemæssige favorisering, sammenlignet med andre placeringsformer, er næppe holdbar på længere sigt, og den bidrager utvivlsomt til at forklare disse institutioners stærke ekspansion gennem de senere år.

At der er tale om en sådan favorisering er gentagne gange fremhævet i den offentlige debat; spørgsmålet skal ikke forfølges her. Men der kan være grund til at nævne, at der på samme måde var tale om en »konstruktionsfejl« i forbindelse med de hedengangne indekskontrakter, som kunne tegnes i pengeinstitutter og forsikringselskaber. Når disse kontrakter blev betragtet som alt for favorable, hvorfor der blev stoppet for nytegning, hang det ikke sammen med, at kreditor fik realværdien af sit tilgodehavende sikret gennem et indekstillelæg, men derimod med, at dette indeks blev ydet oven på højeste indlånsrente – og ikke oven på realrenten, hvad der ville have været det naturlige.

Strukturændringer på det danske obligationsmarked

De overvejelser, der hidtil har været anført, har været søgt holdt på det mere generelle plan. Imidlertid er det ikke tilfældigt, at spørgsmålet om indeksslån er blevet rejst med øget styrke netop i 1981. De følgende betragtninger vil berøre nogle af de i denne forbindelse relevante forhold.

Først kan der dog være grund til at fremhæve de strukturændringer, der er sket på det danske obligationsmarked i løbet af de sidste 5-6 år. For det første er sammensætningen af nettotilgangen til det danske obligationsmarked blevet totalt ændret, idet statsobligationerne har fået en stadig mere dominerende betydning. Som det fremgår af tabel 1, var statens nettosalg endnu i 1974 negativt (afdrag på eksisterende indenlandske statslån m.v.); i 1980 nåede nettotilgangen af stats-

Tabel 1. *Nettotilgangen af obligationer (kursværdi)*

mia. kr.	Indenlandske statslån	Realkreditobligationer	Andre obligationer	Ialt
1974	-0.1	15.2	1.0	16.1
1975	5.7	20.1	1.5	27.3
1976	5.8	18.6	1.8	26.2
1977	9.6	17.0	1.8	28.4
1978	14.0	18.7	1.4	34.1
1979	11.1	21.1	0.4	32.6
1980	16.9	17.1	-0.4	33.6
1981, 1. halvår	(14.5)	(6.3)	(1.4)	(22.2)

Kilde: Nationalbankens kvartalsoversigter.

obligationer op på samme beløb som tilgangen af realkreditobligationer, og i 1981 er klart den største tilgang til obligationsmarkedet kommet i form af statslån.

Samtidig er placeringsmønsteret ændret afgørende, jfr. tabel 2. Dette mønster vil altid være præget af korttidsfluktuationer, bl.a. fordi pengeinstitutternes obligationskøb vil svinge, afhængigt af deres alternative placeringmuligheder. Et af de markante træk er imidlertid den stadigt stigende efterspørgsel fra forsikringselskaber og pensionskasser. Endvidere er det bemærkelsesværdigt, hvor lille en andel af

Tabel 2. *Placering af nettotilgangen af obligationer (kursværdi)*

mia. kr.	1976	1977	1978	1979	1980
Banker og sparekasser	1.5	5.2	1.2	1.0	5.9
Forsikringselskaber og pensionskasser	6.0	6.5	7.6	8.3	9.5
Andre skattefri institutioner	7.2	9.5	12.4	13.3	11.5
Andre indenlandske aftagere	5.7	7.6	11.5	6.9	6.6
Udlandet	0.3	1.3	2.4	3.1	-0.9
I alt, excl. Nationalbanken	20.7	30.1	35.1	32.6	32.6

Kilde: Nationalbankens beretning 1980 samt Nationalbankens kvartalsoversigter.

Tabel 3. Placering af nettotilgangen af realkredit- og statsobligationer i 1979 og 1980 under ét (kursværdi)

mia. kr.	Realkredit- obligationer	Statsobli- gationer	I alt
Nationalbank, banker og sparekasser	-4.9	13.2	8.3
Forsikringsselskaber, pensionskasser og andre skattefri institutioner	37.4	5.8	43.2
Andre indenlandske aftagere	2.6	10.1	12.7
Udlandet	3.1	-1.0	2.1
I alt	38.2	28.1	66.3

Kilde: Oplysninger fra Nationabanken.

nettotilgangen der i de seneste år er blevet aftaget af »andre indenlandske aftagere«. Det drejer sig i 1979 og 1980 kun om 6-7 mia. kr. årligt eller ca. 20 pct. af nettotilgangen.

Tabel 3 viser, hvordan de forskellige kreditorgrupper fordelte deres placeringer på realkredit- og statsobligationer i årene 1979 og 1980, taget under ét. Som det fremgår, købes nettotilgangen af realkreditobligationer nu næsten helt af forsikringsselskaber, pensionskasser og øvrige skattefri institutioner, mens de øvrige købergrupper især har efterspurgt statsobligationer.

I tilknytning til denne summariske belysning bør det naturligvis fremhæves, at fordringsmarkedet ikke blot består af obligationer. Indeståender i pengeinstitutter samt pantebreve m.v. må medtages, hvis en mere omfattende belysning af området skal opnås.

Alligevel kan tabellerne være af interesse, bl.a. ved at understrege, hvor lille en del af obligationerne der købes af »andre indenlandske aftagere«, idet det især må forventes at være (en del af) denne købergruppe, som med de gældende skatteregler vil føle sig tiltrukket af, at indekstillet i forbindelse med placering i indekse-rede fordringer vil være skattefrit.

Den stigende realrente

Når spørgsmålet om nye finansieringsformer har påkaldt sig en stigende interesse i de senere år, hænger det bl.a. sammen med, at en høj rente vil skabe proble-

mer for investeringerne - ikke mindst de langvarige - samtidig med at det høje afkast til fremmedkapital vil vanskeliggøre opnåelsen af et nogenlunde tilfredsstillende afkast til egenkapitalen. Disse problemer vil være særligt udprægede, hvis forventningerne om den fremtidige inflationstakt er blevet justeret i nedadgående retning. Endvidere vil de naturligvis være særligt generende, når man befinder sig i en situation med en betydelig arbejdsløshed, hvor øgede investeringer er påkrævede med henblik på at øge beskæftigelsen og - i det omfang investeringerne finder sted i betalingsbalancecerhvervene - samtidig forbedre betalingsbalancen på lidt længere sigt. I denne sammenhæng vil en høj rente ikke just bidrage til, at man kan »producere sig ud af krisen«.

Set fra et kreditorsynspunkt kan man sige, at den høje rente gør det lettere at opnå en positiv realrente efter skat. Som ovenfor omtalt er dette begreb imidlertid ikke entydigt med den nugældende skattelovgivning. I det omfang, kreditor er i stand til at opnå en del af sin renteindtægt i form af kursgevinst, har der allerede i nogle år været mulighed for at opnå en positiv realrente efter skat ved placering i korte statspapirer. Problemet er imidlertid i stigende grad blevet, at man ved placering i forbindelse med ordninger, hvor der *overhovedet ikke finder beskatning sted* i den periode, hvor opsparingen foregår, vil kunne få mulighed for et afkast, der vil være endog meget stort, i hvert fald målt nominelt. Den øgede interesse for placeringer i forsikringsselskaber og pensionskasser, jfr. ovenfor, må ses i sammenhæng hermed.

Når de nævnte problemer er blevet stadig mere presserende her i landet i de senere år, hænger det først og fremmest sammen med udviklingen i renten, jfr. tabel 4. Sagt mere generelt har stigningen i priser og lønninger siden 1976 været nogenlunde konstant. Når man samtidig tager hensyn til stigende oliepriser i

Tabel 4. Pris- og lønstigning samt obligationsrente

pct.	Prisstigning ^(a)	Lønstigning ^(b)	Obligationsrente ^(c)
1973	9	15	13
1974	16	20	15
1975	9	19	13
1976	9	12	15
1977	11	10	17
1978	10	10	16
1979	10	11	18
1980	12	11	20

Noter: ^(a) Danmarks Statistiks forbrugerprisindeks. ^(b) Arbejdsgiverforeningens statistik. ^(c) Statslån 5 pct., S 2007.

1978-80, til den relativt svækkede værdi af den danske krone og til de øgede satser i varebeskatningen, kan man måske endda hævde, at tallene i realiteten indebærer, at målsætningen om at søge inflationstakten begrænset er blevet tilgodeset, bl.a. i forbindelse med indkomspolitiske tiltag. På denne baggrund kan den stigende effektive obligationsrente tages som udtryk for en stigende realrente, med de ovenfor nævnte uheldige konsekvenser for erhvervslivet.

Man kan diskutere, i hvilket omfang den høje rente afspejler det internationalt høje renteniveau, ikke mindst i USA, og i hvilken grad den hænger sammen med det stigende udbud af statsobligationer. Med den øjeblikkelige situation m.h.t. betalingsbalance og nettogæld til udlandet er det imidlertid under alle omstændigheder næppe realistisk at regne med et indenlandsk rentefald, medmindre der forinden eller samtidig sker et rentefald i udlandet.

Når det kan være rimeligt at inddrage disse forhold, hænger det sammen med, at der måske kan være grund til at tro, at realrenten for indeksslån i nogen grad vil bevæge sig i takt med realrenten i det traditionelle obligationsmarked, om end billedet kan forstyrres af en lang række forhold, ikke mindst i forbindelse med beskatning. I det omfang, denne hypotese måtte blive bekræftet af praksis – men det kan man jo altså kun finde ud af ved at prøve – betyder det, at de gunstige kortsigtede virkninger med henblik på investeringsaktiviteten, som indeksslån kan give anledning til, kan blive noget mindre, end man umiddelbart skulle tro.

Forløbig sammenfatning med særligt henblik på usikkerhedsproblemet

Ud fra de hidtil anførte synspunkter kan det hævdes, at de fundamentale argumenter for at indføre indeksslån især knytter sig til tre forhold, idet et fjerde – beskatningsforholdene – først vil blive behandlet i det efterfølgende afsnit:

For det første får *kreditor* mulighed for at erhverve *værdisikrede* fordringer.

For det andet giver indeksslån – med en forudset inflationstakt – mulighed for, at *debitor* kan opnå en ændret *tidsprofil* i ydelserne, som indebærer væsentligt lavere ydelser i begyndelsesfasen, sammenlignet med traditionel finansiering, men til gengæld naturligvis højere ydelser i den senere del af lånets afviklingsperiode.

Men det afgørende argument for at indføre indeksslån vil for mange være, at man hermed – fordi størrelsen af indekstillægget, målt »i løbende priser«, ikke er fastlagt på forhånd – giver mulighed for, at såvel debitor som kreditor kan dække sig ind over for *usikkerhed med hensyn til den fremtidige inflationstakt*, fordi såvel forudsete som uforudsete ændringer heri vil afspejle sig i størrelsen af de på ethvert tidspunkt beregnede indekstillæg. På dette punkt har indeksslån en kvalitet, som andre låneformer mangler. Enten gør disse låneformer det slet ikke muligt at tage højde for den fremtidige inflationstakt, eller også sker det med udgangspunkt i nogle på

forhånd fastlagte procenter eller vilkår i øvrigt, hvori der ikke er indbygget nogen mulighed for at foretage en løbende tilpasning på basis af eventuelle fremtidige ændringer i inflationstakten.

På denne baggrund er det naturligvis et centralt spørgsmål, i hvor høj grad debitorer og kreditorer er interesseret i at få elimineret denne usikkerhedsfaktor. Når der kan være grund til at tro, at dette i dag vil være tilfældet i højere grad end tidligere, hænger det bl.a. sammen med, at usikkerheden om den fremtidige prisudvikling kan hævdes at være blevet større i de senere år. Indtil oliekrisen var forventningerne her i landet vel nærmest, at inflationstakten ville være svagt stigende, men dog næppe i længere perioder nå op over en halv snes procent. Med forventninger om en stigende inflationstakt, også på længere sigt, ville debitors interesse i indeksfinansiering på denne baggrund umiddelbart være mindre.

Imidlertid har vi siden 1973 oplevet markante kortsigtsændringer i inflations-takten, især i kølvandet på den første oliekrise. Hertil kommer, at den utilfredsstillende udvikling internationalt i produktion og beskæftigelse har skabt en øget usikkerhed med hensyn til den fremtidige prisudvikling. Selve eksistensen af uudnyttet kapacitet sammenholdt med politiske erklæringer om, at inflationsbekæmpelsen skal opprioriteres, kan hos nogle skabe forventninger om, at man internationalt er på vej ind i en periode med lavere inflationstakt.

Heroverfor står bl.a. det synspunkt, at det kan vise sig umuligt at gennemføre en sådan politik, og at resultatet snarere kan blive, at man internationalt vil bevæge sig ind i en periode med øgede prisstigninger, bl.a. forårsaget af konkurrerende devalueringer, hvorved de forskellige lande vil prøve at føre en form for »beggar-your-neighbour« politik.

Problemer af denne type er det vanskeligt at illustrere tilfredsstillende ved tal-eksempler, netop fordi disse normalt er baseret på forudsætninger om *konstante* fremtidige vækstprocenter i lønninger, priser etc. Samtidig er det imidlertid klart, at det især er i forbindelse med uforudsete, markante ændringer i inflationstakten, at fordelingsvirkningerne i forbindelse med traditionel finansiering bliver betydelige mellem forskellige grupper af debitorer og af ejere af aktiver (reale og finansielle). Her giver indekslånene en mulighed for at formindske virkningerne af sådanne uforudsete ændringer, en mulighed, der ville blive mere vidtrækkende, hvis man samtidig ændrede reglerne for rentebeskatning.

Beskatningsproblemer med særligt henblik på mulighederne for realrentebeskatning

I den udformning, der i denne artikel er lagt til grund - jfr. definitionen ovenfor - indebærer indekslån, at beskatningen begrænses til afkastet excl. prisstignings-

kompensationen. Som nævnt i afsnittet om beskatningsforholdene kan denne egenskab være af interesse i et bredere perspektiv, idet man generelt kan hævde, at prisstigningskompensationen ved rentebeskatning altid bør være skattefri, mens resten - altså den residualt bestemte realrente - bør beskattes, eventuelt på linje med øvrige indkomster. (Dette synspunkt har i øvrigt bl.a. været fremført fra sparekasseside).

Forfølger man et øjeblik denne tanke og fastholder man herved, at der må være symmetri i den skattemæssige behandling af kreditor og debitor, er det åbenbart, at man herved når frem til, at rentebeskatning bør ske med udgangspunkt i *realrenten*. Dette grundlæggende synspunkt har hidtil spillet en ret tilbagetrukket rolle i den danske debat om rentebeskatning. Det fortjener imidlertid at blive underkastet en gennemgribende analyse, hvad der dog i nærværende artikel ville føre for vidt. Men også på dette punkt kan man jo sætte sin lid til rentebeskatningsudvalget.

Her skal blot nævnes, at indførelse af realrentebeskatning ville løse problemet med hensyn til, at kreditor beskattes af prisstigningskompensationen, således som det for tiden især sker for indlån i pengeinstitutter, idet beskatning heraf ville bortfalde. Samtidig ville størrelsen af de fradragsberettigede renteudgifter blive mærkbart formindskede, hvad der kan være stærke argumenter for, jfr. de afsluttende bemærkninger.

Som bekendt har den danske debat om rentebeskatning svinget mellem to yderpunkter. Det ene er, at (i hvert fald store grupper af) renter overhovedet ikke skal være skattepligtige henholdsvis fradragsberettigede. Det andet er, at der skal være fuld skattepligt og fradragsret for renter. Som et slags kompromis har en definitiv renteskat med en på forhånd fastlagt procent været foreslået, men et af problemerne er her, at de reale virkninger af en sådan beskatningsform helt vil være beroende på, hvor stor den fremtidige inflationstakt vil blive, jfr. ovenfor.

Dette problem ville løses ved en realrentebeskatning, og på denne baggrund ville det være mindre betænkeligt at lade realrentebeskatningen omfatte alle renter, hvorved man bl.a. ville være ude over problemerne om at sondre mellem privat gæld og erhvervsgæld.

Som nævnt skal der ikke her foretages en nøjere analyse af virkningerne af at indføre realrentebeskatning. Dog skal det nævnes, at en sådan beskatningsform ikke alene ville være i harmoni med filosofien bag indekslån; den ville formentlig under alle omstændigheder forudsætte, at debitor fik adgang til at optage indekslån - idet disse stadig forudsættes at repræsentere et frivilligt alternativ til traditionel finansiering. Dette alternativ ville imidlertid blive særdeles attraktivt, for ikke at sige absolut nødvendigt, for investorer, der skal have hovedparten af deres reale investeringer, f.eks. boligbyggeri, finansieret med fremmedkapital. Under forud-

sætning af, at der kun er fradragsret for den residualt beregnede realrente, ville en traditionel finansieringsform åbenbart medføre en likviditetsmæssig belastning, der i mange tilfælde ville være prohibitiv.

Nogle afsluttende, aktuelle randbemærkninger

I det foregående er det forsøgt at undgå at give de mere politisk betonedede, aktuelle debattemner en alt for fremtrædende plads. Afslutningsvis kan det måske accepteres, at et par af disse problemer strejfes.

Et interessant træk i debatten er det, at man fra pengeinstitutternes side – og fra debatdeltagere med tilknytning til disse institutter, og det er jo ganske mange – gennemgående har haft en stærkt negativ holdning til indeksslån. Dette kan umiddelbart undre, fordi det er indskyderne i disse institutter, der under det nuværende system bliver forulempet mest, idet hele renteindtægten her er indkomstskattepligtig, jfr. ovenfor. Uden at ville benægte, at forklaringen på denne skepsis kan have andre og mere fundamentale argumenter som baggrund, kan der dog være grund til at nævne, at indeksslån vil være et produkt, hvor pengeinstitutterne vil være konkurrencemæssigt dårligt stillet sammenlignet med realkreditinstitutterne. I øjeblikket kan indlån i pengeinstitutter betragtes som »en vare«, der er afgørende forskellig fra placering i obligationer, idet indlånene i modsætning til obligationerne ikke giver mulighed for kursgevinster henholdsvis kurstab. Indeksslån vil imidlertid, jfr. ovenfor, måtte forventes at få stort set samme udformning, uanset hvem der formidler dem. Hermed vil forskellen mellem rentemarginalen i pengeinstitutter og realkreditinstitutter blive bragt i fokus, hvad der kan indebære, at pengeinstitutterne mister markedsandel.

På tilsvarende måde kan boligselskabernes tilbageholdende forhold til indeksslån, som dog måske er under optøning, nok føres tilbage bl.a. til det forhold, at de, så længe det kunne lade sig gøre, foretrak rentesikring samt en efterfølgende omkostningsbestemt husleje fremfor indeksslån. Imidlertid er der jo på det seneste sket en række ændringer med hensyn til boligselskabernes huslejefastsættelse i det nyere byggeri, som måske kan gøre indeksslånene lettere at leve med.

Et andet punkt, der har spillet en betydelig rolle i debatten – og som vel er en af de klareste illustrationer af problemerne i forbindelse med den nuværende rentebeskatning – er de tal for *selvangivne renteindtægter og -udgifter*, som bl.a. offentliggøres i den årlige finansredegørelse (senest i 1981-redegørelsen s. 18). Tallene er i en lidt ændret form gengivet i tabel 5.

Som det fremgår, er der i løbet af de senere år opstået en stigende forskel mellem

de selvangivne bruttoindkomster og de skattepligtige indkomster, idet de ligningsmæssige fradrag's andel af bruttoindkomsterne er forøget fra 16.6 pct. i 1975 til 23.6

Tabel 5. Selvangivne renteindtægter og renteudgifter m.v.

	1975		1977		1979		1981*	
	mia. kr.	pct.	mia. kr.	pct.	mia. kr.	pct.	mia. kr.	pct.
Bruttoindkomst excl. renteindtægter	167.8	(95.7)	214.4	(95.4)	269.4	(94.9)	328.7	(93.6)
Renteindtægter	7.5	(4.3)	10.3	(4.6)	14.4	(5.1)	22.4	(6.4)
Bruttoindkomst fragår:	175.3	(100.0)	224.7	(100.0)	283.8	(100.0)	351.1	(100.0)
Renteudgifter	18.6	(10.6)	28.6	(12.7)	42.3	(14.9)	62.6	(17.8)
Andre ligningsmæssige fradrag	10.5	(6.0)	13.4	(6.0)	17.0	(6.0)	20.3	(5.8)
Skattepligtig indkomst	146.2	(83.4)	182.7	(81.3)	224.5	(79.1)	268.2	(76.4)

*skon.

pct. i 1981. Denne stigning kan udelukkende henføres til de øgede renteudgifter, der er vokset fra 10.6 pct. af bruttoindkomsten i 1975 til 17.8 pct. i 1981. Samtidig er renteindtægternes andel kun forøget fra 4.3 pct. i 1975 til 6.4 pct. i 1981. Med andre ord overstiger renteudgifterne renteindtægterne, i 1975 med 6.3 pct. og i 1981 med ikke mindre end 11.4 pct. af bruttoindkomsten - eller med ikke mindre end godt 40 mia. kr.

Nu er der diverse gode grunde til, at selvangivne renteudgifter vil være større end selvangivne renteindtægter. Spørgsmålet er behandlet i finansredegørelsen 1979 pp. 62-63, hvor man bl.a. peger på realkreditinstitutternes muligheder for at yde kontantlån, jfr. ovenfor, samt på, at borgernes renteindtægter fra pengeinstitutterne er mindre end de udgifter, borgerne har til rentebetaling hertil, idet pengeinstitutter (og andre kreditformidlende institutter) har en positiv rentemarginal.

En helt afgørende faktor ved forklaringen af forskellen er det dog nok, at renteindtægter i forsikringselskaber, pensionskasser, ATP m.v. ikke beskattes, jfr. ovenfor i tabel 2 og 3 om disse institutioners ekspanderende rolle. Det må endda tilføjes, at der som følge af statens øgede nettosalg af obligationer til den private sektor snarere burde vise sig en tendens til, at renteindtægterne på de personlige selvangivelser skulle vokse, sammenlignet med renteudgifterne. Men denne ten-

dens er åbenbart blevet opvejet af de øvrige, modsat rettede, og markerer sig i hvert fald ikke i tallene.

På denne baggrund er det ikke mærkeligt, at spørgsmålet optager politikerne. Det må utvivlsomt især ses i sammenhæng med en for lempelig beskatning af en række skattefrie institutioner, jfr. ovenfor. Men herudover kan der være grund til at understrege, at problemets talmæssige størrelsesorden ville blive afgørende formindsket, hvis man gik over til realrentebeskatning, jfr. ovenfor.

Når spørgsmålet trækkes frem afslutningsvis, hænger det sammen med, at det ikke mindst er de i tabel 5 anførte tal, der har givet anledning til debatten om »rentearbitrage«, der har spillet en betydelig rolle i den politiske debat omkring indeksslånene. Argumentet er, at man ved at låne traditionelt og købe indeksobligationer for provenuet kan sikre sig en nettorenteudgift på selvangivelsen og dermed tilsyneladende bidrage til at gøre forskellen mellem selvangivne renteindtægter og -udgifter endnu større.

At der foreligger et problem, skal ikke bestrides, men der kan på den anden side være grund til at nævne en række forhold, som kan tale for, at problemet ikke vil antage alt for store dimensioner.

For det første kan der være grund til at nævne, at tilsvarende muligheder allerede foreligger, f.eks. ved belåning af egen fast ejendom og anvendelse af provenuet til køb af f.eks. en livrente eller lignende – eller til køb af nominelt lavt forrentede obligationer i markedet (om kursgevinsters skattemæssige behandling, se ovenfor).

I denne forbindelse må det nævnes, at arrangementet med traditionelle lån og køb af indekserede fordringer vil kunne stille likviditetsmæssige krav, bl.a. i forbindelse med erhvervelsen og rentebetalingen på de traditionelle lån, som kan bevirke, at interessen for sådanne arrangementer vil være mere begrænset, end man umiddelbart kunne tro.

Dette bestyrkes af det forhold, der ovenfor omtales i forbindelse med spørgsmålet om usikkerhed med hensyn til den fremtidige inflationstakt m.v. Hvis den fremtidige inflationstakt (og dermed størrelsen af indekstillæggene) aftager, kan det meget vel vise sig, at man ganske vist har fået en skattefidus, men at arrangementet alligevel i sin helhed vil være tabgivende.

Hertil kommer, at eksemplet jo ikke umiddelbart kan stå alene. Hvis der i én del af den private sektor er en person, der låner traditionelt og køber indekseret, må der jo være en anden, der gør det modsatte. Dette argument hører med i billedet, selv om det ikke behøver at holde 100 pct., jfr. ovenfor om skattefrie institutioner m.v. Det er imidlertid vigtigt her at være opmærksom på, at man ved lovgivning for

nylig har udelukket pengeinstitutter fra at optræde »asymmetrisk«, idet man i foråret 1981 ændrede ligningslovens paragraf 4. Herefter kan et pengeinstitut kun få fradragsret for indeksoptskrivning af f.eks. obligationer udstedt af pengeinstituttet, under forudsætning af, at pengeinstituttet har indtægter af mindst samme størrelse i forbindelse med indeksoptskrivning.

Endelig kan der være grund til at nævne, at en sådan trafik jo i givet fald vil bidrage til at støtte kurserne på indeksslåne, hvad der i sig selv kan gøre arrangementet mindre tillokkende - og hvad der i hvert fald må indebære, at man ikke samtidig kan være bekymret for, at renten på indeksoptionerne vil blive for høj.

Litteratur

Ovenstående oversigtsartikel har tilstræbt at give en bred præsentation af problemer omkring indeksslån, som de for tiden fremtræder i den danske debat. Efterhånden er der en ganske righoldig litteratur om emnet; som en indgang hertil kan det være rimeligt at nævne de vigtigste danske betænkninger m.v.

I 1956 udkom betænkning nr. 146. *Betænkning om værdifaste obligationer m.v.* (74 sider). Udvalgets formand var Erik Ib Schmidt, og der var en særudtalelse af Jørgen Pedersen. Udvalget interesserede sig især for kreditorproblemet og konkluderede bl.a., at hvis ordningen skal blive af nogen betydning som stimulans for opsparingen, må staten deltage som debitor eller garant.

I 1965 var man bekymret for det fremtidige byggeri, og der nedsattes et udvalg med Erik Hoffmeyer som formand. Det afgav i 1966 *Betænkning vedrørende anvendelse af indeksslån i boligbyggeriets finansiering*, betænkning nr. 439, (36 sider). Betænkningen er kompakt skrevet, men dens analyse er stadig meget læseværdig. Under udvalgsarbejdet blev boligforlig indgået i 1966, og da man her bl.a. indførte rentesikring og en række andre tiltag, var den politiske interesse for betænkningen ret begrænset, da den udkom.

Det økonomiske Råds formandskab udsendte i maj 1970 en redegørelse om *Boligmarkedet og boligbyggeriet* (153 sider). Formandskabet nåede her den konklusion, at det burde være en central målsætning at nå frem til et frit boligmarked (p. 83). På denne baggrund fik indeksslån mange positive kommentarer med på vejen.

Den første mere systematiske diskussion af problemer i forbindelse med indførelse af indeksslån her i landet kom i betænkning nr. 732, *Redegørelse fra arbejdsgruppen vedr. indeksering af pengefordringer december 1974*, København 1975 (307 sider). Den pegede bl.a. på det ønskelige i at få afklaret beskatningsforholdene, hvad der førte til betænkning nr. 779, *Redegørelse fra arbejdsgruppen vedr. den skattemæssige behandling af indeksering af fordringer*, København 1976 (104 sider).

De seneste initiativer er kommet fra boligministeriet, jfr. redegørelserne *Indeksfinansiering af boligbyggeri*, maj 1980 (100 sider - herunder 3 sider litteraturhenvisninger) samt *Alternativ boligfinansiering, nogle modeller*, august 1981 (319 sider).

nylig har udelukket pengeinstitutter fra at optræde »asymmetrisk«, idet man i foråret 1981 ændrede ligningslovens paragraf 4. Herefter kan et pengeinstitut kun få fradragsret for indeksoptskrivning af f.eks. obligationer udstedt af pengeinstituttet, under forudsætning af, at pengeinstituttet har indtægter af mindst samme størrelse i forbindelse med indeksoptskrivning.

Endelig kan der være grund til at nævne, at en sådan trafik jo i givet fald vil bidrage til at støtte kurserne på indeksslåne, hvad der i sig selv kan gøre arrangementet mindre tillokkende - og hvad der i hvert fald må indebære, at man ikke samtidig kan være bekymret for, at renten på indeksoptionerne vil blive for høj.

Litteratur

Ovenstående oversigtsartikel har tilstræbt at give en bred præsentation af problemer omkring indeksslån, som de for tiden fremtræder i den danske debat. Efterhånden er der en ganske righoldig litteratur om emnet; som en indgang hertil kan det være rimeligt at nævne de vigtigste danske betænkninger m.v.

I 1956 udkom betænkning nr. 146. *Betænkning om værdifaste obligationer m.v.* (74 sider). Udvalgets formand var Erik Ib Schmidt, og der var en særudtalelse af Jørgen Pedersen. Udvalget interesserede sig især for kreditorproblemet og konkluderede bl.a., at hvis ordningen skal blive af nogen betydning som stimulans for opsparingen, må staten deltage som debitor eller garant.

I 1965 var man bekymret for det fremtidige byggeri, og der nedsattes et udvalg med Erik Hoffmeyer som formand. Det afgav i 1966 *Betænkning vedrørende anvendelse af indeksslån i boligbyggeriets finansiering*, betænkning nr. 439, (36 sider). Betænkningen er kompakt skrevet, men dens analyse er stadig meget læseværdig. Under udvalgsarbejdet blev boligforlig indgået i 1966, og da man her bl.a. indførte rentesikring og en række andre tiltag, var den politiske interesse for betænkningen ret begrænset, da den udkom.

Det økonomiske Råds formandskab udsendte i maj 1970 en redegørelse om *Boligmarkedet og boligbyggeriet* (153 sider). Formandskabet nåede her den konklusion, at det burde være en central målsætning at nå frem til et frit boligmarked (p. 83). På denne baggrund fik indeksslån mange positive kommentarer med på vejen.

Den første mere systematiske diskussion af problemer i forbindelse med indførelse af indeksslån her i landet kom i betænkning nr. 732, *Redegørelse fra arbejdsgruppen vedr. indeksering af pengefordringer december 1974*, København 1975 (307 sider). Den pegede bl.a. på det ønskelige i at få afklaret beskatningsforholdene, hvad der førte til betænkning nr. 779, *Redegørelse fra arbejdsgruppen vedr. den skattemæssige behandling af indeksering af fordringer*, København 1976 (104 sider).

De seneste initiativer er kommet fra boligministeriet, jfr. redegørelserne *Indeksfinansiering af boligbyggeri*, maj 1980 (100 sider - herunder 3 sider litteraturhenvisninger) samt *Alternativ boligfinansiering, nogle modeller*, august 1981 (319 sider).