

Om kapital- og debitorgevinster — et vue*

Jens Lunde

Tilstedeværelsen af kapital- og debitorgevinster i samfundsøkonomien afføder en række problemstillinger, der ikke altid synes fuldt indarbejdet i den økonomiske teori eller i den økonomisk-politiske diskussion. Hvorfor opstår disse gevinster? Hvad betyder de for den enkelte husholdning eller virksomhed og for samfundsøkonomien? Er de mere eller mindre et uundgåeligt led i inflations- eller stagflationsøkonomier? Hvilke omfordelingsvirkninger er knyttet til disse gevinsters fremkomst? Kan de begrænses eller opsuges til fordel for samfundet gennem økonomisk-politiske foranstaltninger, og hvilke midler skal da tages i anvendelse? Hvor store er kapital- og debitorgevinsterne egentlig? Er de forresten overhovedet til stede i den forstand, at nogen bliver begunstiget derved, (for at ejendomspriserne stiger i takt med det øvrige prisniveau er vel ingen speciel fordel), eller er de blot udtryk for et »politisk fata morgana«, der er opstået på baggrund af – som et psykologisk fænomen – mangelfuld inflationsbevidsthed, af utilstrækkelige økonomiske teoridannelser og af upræcise statistikoplysninger? O. s. v.

Arbejdet rundt om denne gevinstproblematik har resulteret i en række afhandlinger og debatindlæg. I et appendix er forskellige nyere faglige, overvejende danske arbejder nævnt, (en svensk boligøkonomisk disputats – Sandelin, (1977) – om emnet er også med).

Arbejder, der alene behandler prisudviklingen for boligejendomme eller andre områder, der er nært beslægtet med emnet kapital- og debitorgevinster, er ikke medtaget i denne liste. Dette gælder også arbejder, der er undervejs, om kapital- og debitorgevinster.

Hensigten med denne artikel er imidlertid først og fremmest at give en oversigtsmæssig forklaring af, hvorledes der dannes kapital- og debitorgevinster ved besiddelse af boligejendomme. Interessen er desuden centreret om de gevinster, der kan siges at begunstige resp. straffe dette ejerskab. Det er her selve processen, hvorigennem kapital- og debitorgevinster dannes, der søges afklaret, uden at det repræsenterer nogen analyse af årsagerne til disse gevinsters dannelse.

Forklaringen af, hvorledes der ved besiddelse af boligejendomme dannes kapital- og debitorgevinster, er bundet op om tre punkter: 1) hvilken karakter

*) Artiklen bygger på et indlæg ved Nordisk samfundsøkonomisk Byggeforskningsseminar, 1978.

har afkastet ved besiddelse af boligejendomme sammenholdt med afkastet af andre investeringer, 2) udviklingen i udgifterne gennem tiden efter erhvervelsen af en boligejendom, og 3) udviklingen over tiden i en ejendoms værdi og i finansieringen heraf med egen- og fremmedkapital.

Ønsket om at give en oversigt er samtidig årsag til, at fremstillingen nedenfor på en række punkter teoretisk set er noget forenklet.

1. Afkast af investeringer

Et analytisk godt udgangspunkt for at forstå, hvorledes gevinster dannes ved besiddelse af boligejendom (eller i det hele taget af fast ejendom), er at anskue tingene ud fra en investeringssynsvinkel. I den forbindelse skal investeringsafkastets form – om det fremtræder som et løbende afkast af og/eller som en værdistigning på godet – kort sammenlignes med passiv kapitalanbringelse i finansielle fordringer, med aktiv kapitalanbringelse i virksomheder, driftsanlæg etc., og med blandet aktiv-passiv kapitalanbringelse i byggerunde og i boligejendomme.

Disse investeringers afkast sammenlignes af overskuelighedshensyn, uden at beskatningen af investeringernes afkast inddrages. Det må dog ikke overses, at forskellene i beskatningsvilkår forvrider forholdet mellem de forskellige investeringsafkast betydeligt, så den samme afkastsats efter skat af forskellige former for kapitalanbringelse modsvarer af ret forskellige afkastsatser før skat. Og så afkastet af en bestemt investering efter skat vil have væsentlig forskellig værdi alt efter hvilken sats, investor er beskattet.

Traditionelt anvendes den nominelle, effektive rente af obligationer, i , som udtryk for renteniveauet for noget nær risikofrie investeringer. Det er problemstillingen her uvedkommende, at der strukturelt er tale om væsentlig andre rentesatser for andre fordringstyper, bl. a. afhængigt af disses likviditet.

Antages det, at renten, i , afspejler de på markedet gældende prisstigningsforventninger,¹⁾ kan der ses væk fra risikoen for kursændringer af fast forrentede fordringer, da risikoen for kursstigning og for kursfald må formodes at være lige stor, mens det forventede fremtidige afkast ved aktiv kapitalanbringelse generelt må rumme et risikotillæg.²⁾

Den nominelle rente kan opspaltes i en realrente, i_r , og i en prisstigningskomponent, p , så

$$i = i_r + p$$

$$\text{eller helt præcist: } i = (1 + i_r)(1 + p) \div 1$$

1) Denne antagelse er diskutabel. Dels er renten – set fra personligt indkomstskattepligtige debitors og kreditors side – ofte ret beskeden som følge af den førte pengepolitik. Og dels medfører beskatningsreglerne, at renten efter skat er ganske forskellig ved en bestemt rentesats, og at der følgelig er »plads til« meget forskellige prisstigningsforventninger. (Jfr. diskussionen om de skattefri institutioner).

2) Ved sammenligning af tidligere investeringers faktiske afkast skal der ikke fraregnes noget risikotillæg, idet den faktiske forrentning allerede er påvirket af indtrufne tab.

Når renten betragtes *ex ante*, må p fortolkes som den af markedet forventede prisstigningstakt. *Ex post* må renten derimod sammenlignes med den faktiske indtrufne prisstigning, nedenfor betegnet q . Der ligger tilsyneladende det bånd på sammenhængen mellem renten og prisstigningstakten, at – når også beskatningen inddrages – realrenten efter skat kun vanskeligt vil kunne være negativ *ex ante*, mens dette – erfaringsmæssigt – sagtens kan være tilfældet *ex post*.

Afkastet af finansielle fordringer er enten fast, hvorved det kun afhænger af fordringernes påtrykte rente og værdi (obligationer og pantebreve). Eller afkastet varierer, fordi fordringerne forrentes med en variabel sats (indlån og udlån i pengeinstitutter).

De finansielle fordringer yder alene et løbende afkast, der efterlader fordringernes nominelle værdi uberørt. Fordringernes værdi påvirkes kun ved låneoptagelse og -afdrag (ned- og opsparing) og ved kursændringer. Realt set er fordringernes værdi imidlertid forringet med den indtrufne stigning i det generelle prisniveau, og det løbende afkasts prisstigningskomponent kan siges at dække det reale værdifald. – Det må bemærkes, at der de senere år af skattehensyn er bragt nye fordringstyper frem på det danske kapitalmarked, hvor afkastet er en blanding af løbende rentebetaling og opskrivning af fordringens værdi.

Afkastet af reale aktiver, typisk anvendt ved produktion af varer og tjenester, er derimod en blanding mellem et løbende afkast og en værditilvækst på aktivet. Således udbetales der for det meste et udbytte på ejerbeviser som aktier og anpartsbeviser samtidig med, at kursen på disse ejerbeviser øges som følge af en stigning i virksomhedernes indre værdi. Skal virksomhedens/ejerbevisets realværdi præcis opretholdes, må den nominelle værdi være steget med p , mens det udbetalte afkast må svare til i_r , såfremt det faktiske afkast af den reale kapitalanbringelse svarer til den gældende rente af finansielle fordringer. – Tilsvarende betragtninger gælder for personligt ejede virksomheders afkast.

Ejere af byggegrunde opnår ikke noget løbende udbytte (»lejeværdi«) af at have dem liggende, men vil få hele afkastet som værdistigning på grundene. Dyrkes jorden eller anvendes den til rekreative formål opnås der dog et – i forhold til jordens værdi typisk lavt – løbende afkast. Skal det være lige så rentabelt at eje (ubenyttede) byggegrunde som at eje andre aktiver, skal grundene forrentes med i , hvorfor værdistigningen på byggegrunde må være lig $i_r + p$, hvis afkastet skal være det samme som for finansielle fordringer.

Ejere af boligejendomme opnår derimod et løbende afkast af ejendommene. Hvis det er udlejningsejendomme, indkasseres der løbende en lejeindtægt. Hvis

det er ejerboliger, består ejernes indtægt i selv at benytte boligen, en lejeværdi, der ud fra en alternativ-indkomst-betragtning er lig den opnåelige lejeindtægt ved en (længerevarende) udlejning. Samtidig stiger ejendommenes værdi, hvilket også tilfalder ejerne, der kan realisere værdistigningen ved salg eller belåning. Af institutionelle årsager gælder dette kun ejerboligindehavere, private ejere af udlejningsejendomme og til dels andelshavere i private andelsboligforeninger, mens almennyttige boligselskaber ikke må afhænde og kun undtagelsesvis kan belåne deres ejendomme. Der er her foreløbig set væk fra forholdene på finansieringssiden, der imidlertid inddrages nedenfor. Skal ejeren af en ejendom have samme afkast af investeringen i ejendommen som fx af finansielle fordringer, må ejendommens prisstigning plus husleje/lejeværdi modsvare renteniveauet.³⁾

Her optræder dog et brutto-netto-problem. Drifts-, administrations- og vedligeholdelsesomkostninger samt afskrivninger må fradrages før indregning af huslejen/lejeværdien i afkastet, hvis afkastet skal opgøres netto for at kunne sammenlignes med afkastet af alternative investeringer.

Erfaringsmæssigt synes den enkelte periodes gennemsnitlige ejendomsprisstigning, p_{ej} , at være en anelse større end den generelle prisstigningstakt i økonomien. Empirisk volder det nogen problemer at fastlægge den præcise – historiske – forskel mellem stigningstakten i ejendomspriserne og i det generelle prisniveau, da en direkte anvendelse af ejendomssalgsskattedataens oplysninger fører til fejlkonklusioner. Således må ejendomspriserne opgøres på kontantbasis for at undgå, at ændringer i finansieringsvilkårene påvirker ejendomsprisernes udvikling.⁴⁾ Og desuden må der ske en – skønsmæssig – korrektion for, at ændringer i byggeriet af den pågældende ejendomstype og af dette byggeris kvalitet (i bred forstand) påvirker ejendomsprisudviklingen.⁵⁾

Omformuleres relationen mellem renten og den generelle prisstigningstakt under hensyn til den forskel, der i perioder næsten altid vil være gældende, mellem denne prisstigningstakt og ejendomsprisernes stigningstakt, bliver (1):

$$i = i_r + p_{ej} \div (p_{ej} \div p) \quad (2)$$

Det løbende afkast af ejendommen, huslejeindtægten eller lejeværdien (opgjort netto), bliver nu

$$i_r \div (p_{ej} \div p) \quad (3)$$

3) Denne sammenhæng, hvor lejeværdien ses som et reelt afkast af ejendommens aktuelle værdi, er nærmere behandlet i Bodil Nyboe Andersen og Henning Holten, Lejeværdi og beskatning af formuegoders afkast. Nationaløkonomisk Tidsskrift. 1977, nr. 2.

4) Jfr. N. Blomgren-Hansen. Måling af priser på boliger. i Christen Sørensen (1977) og Jørgen Søndergaard. Direkte og indirekte tilskud til boligforbruget. SBI-rapport 107. Statens Byggeforskningsinstitut 1978.

5) Jfr. Jens Lunde. Opgøres ejendomsprisstigningerne korrekt? Nationaløkonomisk Tidsskrift, 1979, nr. 1.

Værdien af ejendomme af uforandret kvalitet vil samtidig (i gennemsnit) stige med p_{0j} procent. I praksis nedslides og forældes de enkelte ejendomme gennem tiden. Stigningstakten i den enkelte ejendoms værdi bliver derfor (i gennemsnit) lig med ejendomsprisstigningstakten minus den (sande) afskrivningstakt, der modsvarer slid og forældelse. Denne afskrivningstakt er der ovenfor allerede taget hensyn til ved resultatopgørelsen, idet det løbende afkast blev opgjort med fradrag for bl. a. afskrivningen på ejendommen.⁶⁾

Det totale afkast af at besidde boligejendom kan således opgøres på to måder. Dels som det løbende afkast, netto for slid og forældelse, plus (i gennemsnit) ejendomsprisstigningen. Dels alternativt som det løbende afkast, uden fradrag for slid og forældelse, men plus værdistigningen (ejendomsprisstigningen minus afskrivningen) for ejendommen. Det således opgjorte afkast er en nominel størrelse. Det reale afkast ved at besidde boligejendom svarer derimod til huslejen/lejeværdien plus det til forskellen mellem ejendomsprisstigningstakten og den generelle prisstigningstakt svarende kapitalbegreb; den reelle kapitalgevinst.

II. Boligudgifternes tidsmæssige forløb

I den enkelte periode kan det, der faktisk betales under betegnelsen »boligudgifter«, afvige kraftigt fra ejendommens benyttelsesværdi (brugsværdi, nytteværdi el. lejeværdi).

I princippet skulle der være ret nøje overensstemmelse mellem en ejendoms benyttelsesværdi og boligudgiftsbetaling, i begge tilfælde den kapitaliserede værdi for ejendommens samlede levetid. Og for de enkelte ejerskabsperioder skulle der være en tilsvarende overensstemmelse, idet købs- og salgssummerne og disses berigtigelse ved kontant betaling og overtagelse af prioriteter må indrages. At dette langt fra altid er tilfældet, skyldes muligheden for, at der dannes reelle kapitalgevinster, knyttet til ejendommens værdi, og ikke-betalte debitorgevinster, knyttet til dens belåning. Modsat kan der opstå tab af samme karakter.

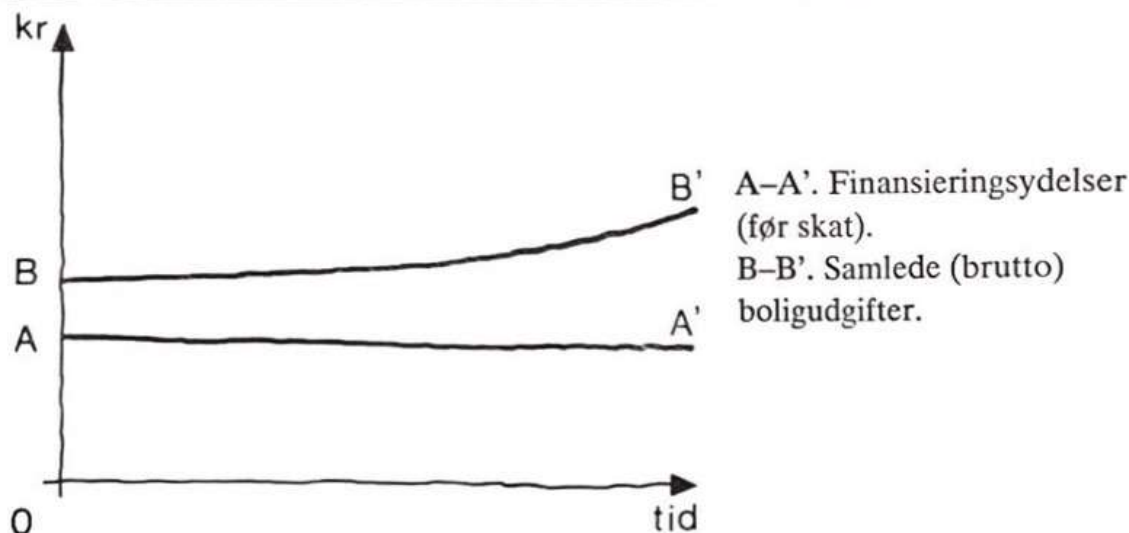
I dette afsnit betragtes udgifter og indtægter i de enkelte perioder ved at besidde en boligejendom. Udgangspunktet kan være en ejerbolig men lige så vel en udlejningsejendom, da udgifterne er ensartet sammensat i de to tilfælde. På indtægtssiden er der alene den forskel, at indtægterne antager en monetær form i lejetilfældet, og at den skattemæssige behandling af indtægterne er forskellig, (det sidste skal dog ikke behandles nærmere her).

Nedenfor er vist den tidsmæssige udvikling i udgifterne efter opførelse eller erhvervelse af en boligejendom, såvel opgjort nominelt som reelt under forudsætning af en vis fremtidig inflation.

6) I Sandelin (1977) findes sammenhængen mellem kapitalgevinstbegrebet og værdistigningsbegrebet udførligt behandlet. Kapitalgevinsten er – nominelt opgjort – det til ejendomsprisstigningstakten modsvarende værdibegreb.

Udgifterne ved at besidde en ejendom betragtes nedenfor kort som boligudgifterne. Først betragtes boligudgifternes nominelle tidsforløb som illustreret i fig. 1.

Fig. 1. Udviklingen over tiden i udgifterne ved at besidde en boligejendom



Ejendommen erhverves på tidspunkt O. Ydelserne på de lån, overtagelsen finansieres med, er OA kr. Da obligationer og sælgerpantebreve er udformet som annuitetslån, er finansieringsudgifterne konstante over tiden. Inddrages indfrielsen af de enkelte prioritetslån ved løbetidens udløb, vil finansieringsudgiften selvsagt falde trinvis, og omvendt vil den stige trinvis ved optagelse af tillægslån. Lån med variabel rente, indexlån og andre låneformer med stigende ydelser giver atter andre tidsforløb for finansieringsudgifterne. – Det er dog en rimelig forenkling alene at anvende konstante finansieringsudgifter i sammenhængen her.

Omkostningerne ved drift, administration og vedligeholdelse er ved overtagelsen AB kr. Ved et givet aktivitetsniveau vil denne størrelse stige lidt kraftigere gennem tiden end den generelle prisstigning, forudsat reallønnen stiger, da der for det meste er tale om ret arbejdsintensive aktiviteter. Den samlede boligudgift er umiddelbart efter overtagelsen således OB kr., men vil i alle realistiske situationer stige betydeligt mindre gennem tiden end det generelle prisniveau, da kun omkostningerne ved drift, administration og vedligeholdelse stiger.

For den givne ejendom bliver renteniveauet ved handelen afgørende for AB's størrelse. Jo højere rente, jo højere er finansieringsomkostningerne⁷⁾ sædvanligvis. Var beskattningen inddraget i fig. 1, ville rentebetalingen efter skat naturligvis være mindre end OA, men da rentebetalingen som følge af annuitetslåneformen aftager, mindskes det skattemæssige fradrag dermed, og finansieringsomkostningerne efter skat er svagt stigende over tiden.

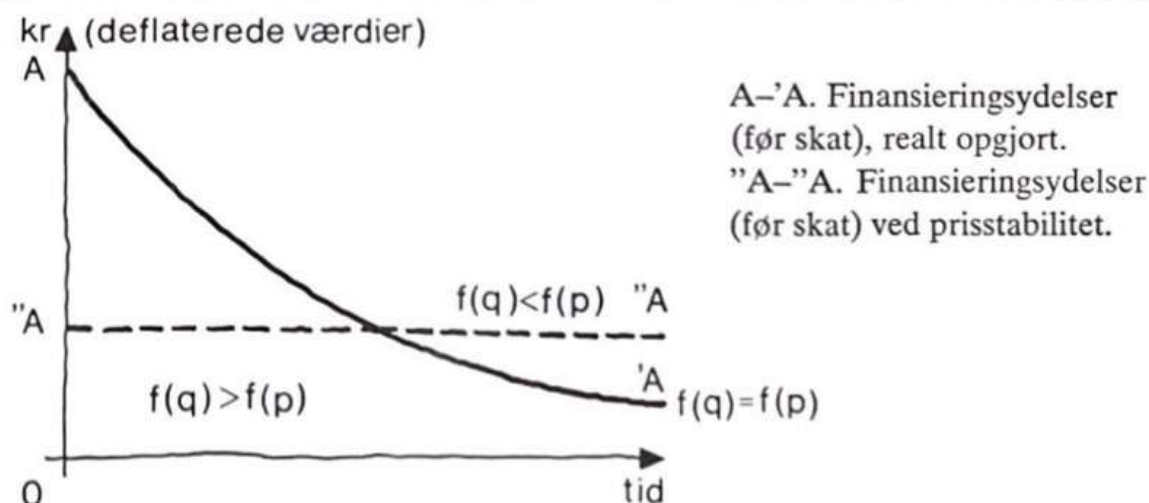
7) Principielt skal det mistede afkast af den sum, der er præsteret som kontant betaling ved overtagelsen, medregnes.

Den løbende indtægt af boligejendomme vil – under inflation – være stigende gennem tiden. For udlejningsejendomme – med visse forskelle mellem privatejede og almennyttige – vil ikke-regulerede huslejer stige nogenlunde i takt med inflationen, og regulerede huslejer tillades erfaringsmæssigt ajourført, groft taget, efter den stedfundne prisudvikling.

For ejerboliger er det vanskeligt at bestemme disse boligers benyttelsesværdi direkte ud fra en alternativbetragtning: indtægten ved at leje boligen ud, da der kun eksisterer et mindre lejemarked for disse – typisk – enfamiliehuse, og da lejemålene ret ofte løber over kortere tid.

Det synes da også mere fremkommeligt at se benyttelsesværdien af en ejerbolig – lig det løbende afkast ved at eje denne – som en real forrentning af ejerboligens værdi, jfr. fremstillingen i afsnittet foran.⁸⁾ Hertil kan føjes, at det ville kunne vises, at huslejerne i et ikke-reguleret, perfekt fungerende lejemarked i ligevægt ville forholde sig til ejendommens værdi med samme relation som den i samfundet herskende reale rentesats. Hvorvidt benyttelsesværdien ved at bo i ejerboliger (og huslejen i et ikke-reguleret, perfekt lejemarked) vil stige i samme takt som det generelle prisniveau, afhænger af, om realrenten i samfundet er konstant eller svinger over tiden, og om prisudviklingen for boligejendomme følger den generelle prisudvikling eller – som overfor kort diskuteret – forløber hastigere. – For så vidt angår beskatningen af ejerboliger kan det tilføjes, at den skattemæssige, reelle lejeværdiprocent, (lejeværdien i forhold til handelsværdien) i meget grove træk har været konstant,⁹⁾ hvorfor be-

Fig. 2. Udviklingen over tiden i de reale udgifter ved at besidde en boligejendom.



8) Denne sammenhæng ligger også bag begrebet »sand lejeværdi« i Jørgen Søndergaard. Direkte og indirekte tilskud til boligforbruget. SBI-rapport 107. Statens Byggeforskningsinstitut 1978.

9) Jfr. fx Michael Møller. Udviklingen i den reelle lejeværdiprocent siden 1950. Memo nr. 66. Københavns Universitets Økonomiske Institut. (Cykelafdelingen). November 1978.

skatningsgrundlaget nogenlunde har fulgt prisudviklingen, mens skattetilsvaret er øget p. gr. a. de stigende indkomstskattesatser.

Herefter skal boligudgifternes reale tidsforløb – som skildret i fig. 2 – betragtes.

Som følge af inflationen aftager finansieringsudgifternes reale værdi over tiden, idet faldet i realværdien naturligvis afhænger af den faktiske prisstigningstakt, (jfr. A-'A i fig. 2). Da omkostningerne ved drift, administration og vedligeholdelse ved et givet aktivitetsniveau realt set er konstante eller højst svagt stigende, vil de samlede boligudgifter efter erhvervelsen af en ejendom realt set falde knap så kraftigt som finansieringsydelse. Hvis prisniveauet var stabilt, ville renten – og dermed finansieringsydelse – givetvis være lavere ved overtagelsen af ejendommen, men til gengæld ville finansieringsydelse realt være konstante gennem tiden, (jfr. "A-'A i fig. 2).

Den optegnede kurve (A-'A) er tænkt at udtrykke faldet i finansieringsomkostningernes realværdi, når netop den forventede prisstigningstakt p bliver realiseret. Bliver den faktiske prisstigningstakt q derimod større end p , vil finansieringsomkostningernes realværdi aftage hurtigere end ventet, d. v. s. kurven ligger under A-'A. Der bliver da henholdsvis mere til overs til andet forbrug, til opsparing og til skattebetaling (realværdien af rentenedslaget på selvangivelsen mindskes jo også). Den omvendte situation vil naturligvis indtræde, hvis den faktiske prisstigning bliver mindre end forventet, og kurven, der udtrykker faldet i finansieringsydelsens realværdi, følgelig ligger over A-'A.

Hvis $q = p$, opnår debitor således den forventede gevinst ved at have haft gæld i perioden. Debitorgevinsten er da formuleret som en strømstørrelse, nemlig som faldet i realværdien af den enkelte periodes finansieringsydelse. Hvis $q > p$, opnår debitor yderligere en ikke-ventet gevinst. Omvendt må debitor indkassere en uventet reduktion af sin debitorgevinst, hvis $q < p$, altså i virkeligheden et tab.

Såfremt den forventede prisstigningstakt (p), der er indregnet i renten på tidspunktet for ejendommens køb, siden den faktisk bliver realiseret (q), vil debitor have betalt for sin gevinst. Rentens prisstigningskomponent udgør da en slags ekstraordinært afdrag som betaling for reduktionen af restgældens realværdi. Bliver q større end rentens prisstigningskomponent, er debitors yderligere gevinst ikke betalt, mens der omvendt er betalt for en større gevinst end opnået, når q er mindre end denne komponent.

Nu er inflationsforventninger klart individuelle, hvilket yderligere uddybes af den forskellige indkomstskattebetaling. Ved et givet pris- og renteniveau vil der i praksis være en vis individuel spredning omkring den prisstigningstakt, der i gennemsnit er indregnet i markedsrenten. Såfremt renteniveauet fuldt ud blev bestemt ved udbud og efterspørgsel af fordringer, skabt på ejendomsmarkedet, ville det ud fra en sædvanlig marginalbetragtning være den sidste købers forventede prisstigningstakt, der – alt andet lige – blev afgørende for renteniveauet,

idet købere med højere forventet prisstigningstakt allerede ville have accepteret købet, mens potentielle købere med forventning om lavere prisstigning vil undlade at indgå handel.

Under disse forudsætninger vil alle, der har købt, opnå dels en betalt, og dels i varierende grad en ikke-betalt debitorgevinst, såfremt den i markedsrenten indregnede, forventede prisstigningstakt netop bliver realiseret.

Hvis renten set ud fra indkomstskattepligtige personers synsvinkel er holdt lav gennem den pengepolitiske styring og som en følge af skattereglerne (jfr. diskussionen om de skattefrie debitorer og kreditorer), vil alle indkomstskattepligtige debitorer opnå ikke-betalte debitor-gevinster, omend i varierende omfang.

Det »naturlige« sammenligningsgrundlag for boligudgiftens tidsforløb er udviklingen i ejerens indkomst. Selv om den enkelte ejendomsindehavers indkomstudvikling kan se meget anderledes ud end svarende til den gennemsnitlige indkomststigning og bl. a. vil kunne fremvise anciennitets- og advancementsbestemte indkomststigninger samt fald bl. a. ved overgangen til pensionsmodtagelse, gælder det som den dominerende hovedregel, at udgiften ved at besidde en ejendom stiger væsentligt langsommere end ejerens indkomst.

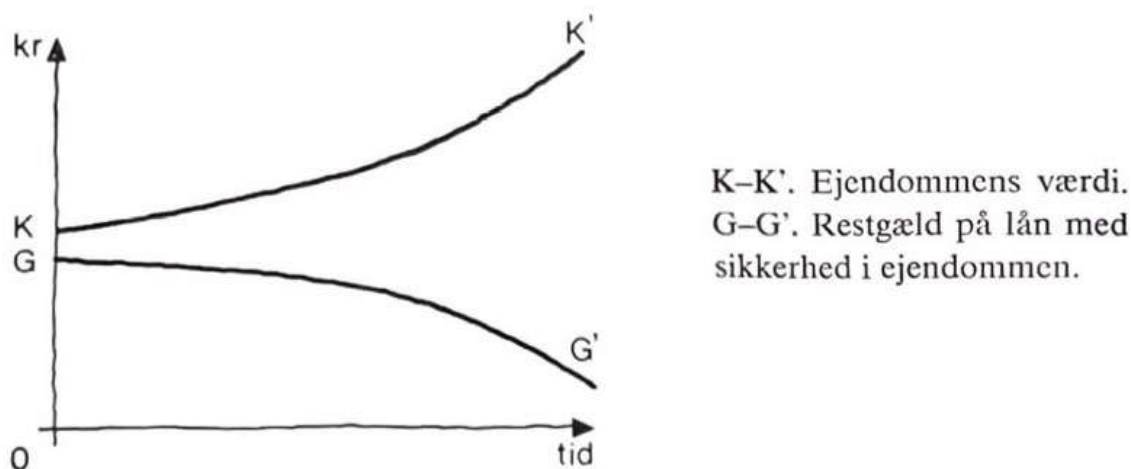
Benyttelsesværdien af at bo i en ejerbolig vil som før nævnt afhænge af, om realrenten svinger, og om priserne for ejerboliger stiger med en anden takt end det generelle prisniveau. Men i hovedtræk synes denne benyttelsesværdi dog nogenlunde at følge den generelle prisudvikling, hvorfor spørgsmålet her overvejende bliver, hvorvidt ejerens indkomstudvikling følger prisudviklingen eller ej. En tilsvarende betragtning kan foretages omkring huslejeudviklingen i lejeboliger og lejernes indkomstudvikling.

I alle tilfælde viser betragtningen over boligudgifternes tidsmæssige forløb, at *enhver erhverver af en ejendom nødvendigvis – explicit eller implicit – må »spekulere« i den fremtidige inflationstakt.* Anskues problemstillingen nominelt, er spekulatøren overvejende knyttet til den fremtidige indkomstudvikling som bestemt af pris- og reallønsudviklingen. Anskues problemet reelt, sættes der langt stærkere focus på udviklingen i finansieringskomkostningernes reale fald og dermed også på rentens højde ved købet af ejendommen.

III. Udviklingen gennem tiden i en ejendoms værdi og i dens finansiering med egen- og fremmedkapital

Hvor boligudgifternes tidsmæssige forløb blev behandlet i afsnittet foran, skal opmærksomheden nu rettes mod udviklingen over tiden i en ejendoms »status-regnskab«, på aktivsiden ejendommens potentielle salgsværdi og på passivsiden den modsvarende finansiering ved egen- og fremmedkapital. Dette er nedenfor illustreret nominelt (fig. 3) og reelt (fig. 4) med henblik på identifikation af debitor- og kapitalgevinster.

Fig. 3. Udviklingen over tiden i en ejendoms værdi og i restgælden på lån i ejendommen.



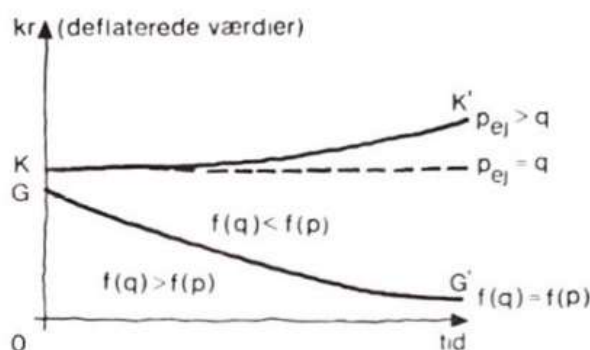
På overtagelsestidspunktet 0 er ejendommen handlet til OK kr., hvilket er berigtiget ved konstant betaling GK kr. og ved overtagelse af prioritetsgæld OG kr. For nemheds skyld forudsættes i det følgende, at disse størrelser er opgjort på kontantbasis.

Nominelt opgjort vil ejendommens værdi stige efter overtagelsen (jfr. kurven $K-K'$), dels som følge af den generelle prisudvikling i samfundet, dels grundet en (eventuel) større stigning i ejendomspriserne. At den enkelte ejendoms værdi ikke nødvendigvis vil stige i takt med den gennemsnitlige ejendomspris er nok en selvfølge, men må på den anden side ikke overses, da de statistisk opgjorte ejendomsprisstigninger for forskellige ejendomsgrupper og – inden for de enkelte grupper – efter ejendommenes regionale og bymæssige placering frembyder ikke helt ubetydelige forskelle, især på kort sigt.

Ydermere er den enkelte ejendoms værdistigning påvirket af dens nedslidning og forældelse igennem tiden. Der må derfor ske et tillæg for afskrivningstakten ved opgørelsen af den »rene« prisstigning for ejendommen. (Den »rene« prisstigning er således lig med prisstigningen for en ejendom af uændret kvalitet). Dette er bl. a. nødvendigt ved opgørelsen af kapitalgevinsten (nominelt som reelt) ved besiddelse af ejendommen. I modsat fald opgøres kun ejendommens værditilvækst, jfr. bemærkninger om forskellen mellem ejendomsprisstigningstakten og den enkelte ejendoms værdistigningstakt i afsnit I.

På fig. 3 angiver $G-G'$ udviklingen i den fremmedkapital, der er placeret i ejendommen. Forudsat, at der ikke optages lån med sikkerhed i ejendommen efter dennes overtagelse, falder restgældens størrelse over tiden, da der løbende betales afdrag, (og eventuelt ved indfrielse af restgæld i ejendommen). Denne udvikling og især stigningen i ejendommens værdi medfører, at egenkapitalen eller »friværdien« i ejendommen øges over tiden. På det givne tidspunkt er egenkapitalen lig afstanden mellem $K-K'$ og $G-G'$.

Fig. 4. Udviklingen over tiden i en ejendoms reale værdi og i realværdien af restgæld på lån i ejendommen.



$K-K'$. Ejendommens realværdi.
 $G-G'$. Realværdien af restgæld
 på lån med sikkerhed i
 ejendommen.

I fig. 4 angiver $K-K'$ som før udviklingen i ejendommens værdi, men nu reelt set efter deflatering med prisstigningen siden overtagelsen ifølge et forbrugsprisindex (fx den implicitte prisdeflator for det samlede private forbrug i nationalregnskabet). På samme vis deflateres restgælden af lånene med sikkerhed i ejendommen, så $G-G'$ viser udviklingen i fremmedkapitalens realværdi. Også her udtrykker den lodrette afstand mellem $K-K'$ og $G-G'$ den samlede egenkapitals størrelse, nu altså reelt. Af overskuelighedshensyn er det ved optegningen af $K-K'$ forudsat, at ejendommens kontantværdi stiger med samme takt, som den gennemsnitlige ejendomsprisstigningstakt (p_{ej}), og at ejendommen er af uændret kvalitet, så problemet med dens nedslidning og forældelse undgås. Desuden angiver $K-K'$, at prisen for boligejendomme stiger mere end det generelle prisniveau. $K-K'$ ville derimod følge den stiplede linie, hvis ejendomspriserne og det generelle prisniveau øges med samme takt.

De fremkomne kapital- og debitorgevinster kan nu illustreres. Den på et givet tidspunkt opbyggede nominelle værditilvækst kan aflæses i fig. 3 som den aktuelle handelsværdi minus købesummen OK. Det ses ikke helt uventet, at den nominelle værditilvækst er større, jo længere ejeren har haft ejendommen. Den enkelte periodes nominelle værditilvækst – udtrykt i den pågældende periodes prisniveau – kan desuden umiddelbart aflæses af figuren som differencen mellem handelsværdien ved periodens afslutning og begyndelse. Samtidig ses også det selvfølgelige, at den opgjorte nominelle værditilvækst kun afhænger af ejendommens købspris samt af dens værdistigning siden da. Skal en periodes nominelle kapitalgevinst opgøres for ejendommen må værdien af ejendommens nedslidning og forældelse (lig den sande afskrivning) lægges til periodes nominelle værditilvækst.

I fig. 4 kan den reelle kapitalgevinst¹⁰⁾ igennem ejerskabsperioden aflæses på

10) Da der ved optegningen af $K-K'$ i fig. 4 som nævnt er set væk fra nedslidning og forældelse af ejendommen, bliver den reelle kapitalgevinst lig den reelle værditilvækst i dette specialtilfælde. Generelt gælder, at den reelle kapitalgevinst er lig den reelle værditilvækst plus værdien af slid og forældelse (den sande afskrivning).

tilsvarende vis, nemlig som den aktuelle deflaterede værdi minus købesummen OK. Den reelle kapitalgevinst er da opgjort i overtagelsestidspunktets priser, men kan naturligvis uden videre omregnes til et andet tidspunkts priser.

Fremkomsten af debitorgevinster kan ligeledes til dels illustreres ud fra fig. 4, da en hel del af den på et bestemt tidspunkt dannede debitorgevinst er lig nedgangen i realværdien af den ved købet overtagne prioritetsgæld (med fradrag for foretagne afdrag). Er renteniveauet fx højere end ved overtagelsen af ejendommen, opnår debitor yderligere en gevinst ved faldet i restgældens kurværdi. Omvendt, hvis renteniveauet er faldet, hvorved stigningen i restgældens kursværdi indebærer en ringere situation for debitor (et tab). Det ses umiddelbart, at debitorgevinstens størrelse øges med længden af den periode, den opgøres for, men at den fremtidige debitorgevinst samtidig bliver stadig mindre p. gr. a. faldet i restgældens realværdi. Dannelsen af reelle kapitalgevinster er derimod uafhængig af, hvor længe ejeren har haft ejendommen. Da overtagelsen af ejerboliger tilsyneladende sker hyppigere i de lidt yngre aldre end siden hen, indebærer dette en tendens til, at de yngre aldersgrupper i særligt omfang får del i debitorgevinsterne, mens opnåelsen af reelle kapitalgevinster for dem, der ejer en boligejendom, er aldersuafhængig.

En debitorgevinst vil imidlertid være delvist, helt eller mere end betalt gennem rentebetalingen. Som allerede omtalt kan rentens prisstigningselement på låneoptagelsestidspunktet (eller når ejendomsomtagelse finder sted) siges at indebære en betaling – en slags ekstraordinære afdrag – for, at restgældens realværdi – ud over ved almindelige afdrag – falder med den i renten indregnede prisstigningstakt, og at rentebetalingen ikke ajourføres med prisudviklingen, men forbliver konstant som tilfældet for realkreditlån og for pantebreve.

Hvis den i renten indregnede prisstigningskomponent i denne situation netop svarer til den af markedet forventede på låneoptagelsestidspunktet (jfr. dog reservationen ovenfor om forventningernes individuelle karakter), kan debitorgevinsten siges at være blevet betalt. I fig. 4 svarer dette til kurven G-G'.

Empirisk volder det nærmest uovervindelige problemer at opdele renten *ex ante* i en realrente og en prisstigningskomponent, hvorfor den betalte debitorgevinst kun upræcist kan opgøres.

Væsentligere er det, at bestemte prisstigningsforventninger på forhånd er dømt til at slå fejl, når de skal anlægges over så mange år som for boligfinansieringens vedkommende. I fig. 4 er dette illustreret ved, at når den generelle prisstigningstakt bliver større end forventet ($q > p$), så kurven for den faktiske udvikling i realværdien af restgælden af det overtagne prioritetslån ligger under G-G', vil debitorgevinsten være uventet stor. Foruden fordelene ved den uventet lave realværdi af restgælden, vil debitor også have fordel af, at realværdien af de fremtidige rentebetalinger er mindre end ventet. Debitor har da kun delvist betalt sin gevinst gennem det prisstigningselement, der indgik i renten på ejendoms købstidspunktet. Bliver den faktiske prisstigningstakt mindre end for-

ventet ($q < p$), så den omtalte kurve ligger over $G-G'$, vil debitor gennem sin rentebetaling have betalt for mere end den opnåede debitorgevinst og må folgelig siges at have lidt et tab. Dette tab er lig forskellen mellem den forventede og den faktiske debitorgevinst, nemlig den mindre reduktion af restgældens realværdi end ventet og de realt set større fremtidige rentebetalinger end forventet.

Hertil kommer, at det som tidligere nævnt langt fra er givet, at renten på ejendommens overtagelsestidspunkt netop rummer et prisstigningselement, der svarer til (gennemsnittet) af ejendomsefterspørgernes prisstigningsforventninger. Den offentlige styring af renteniveauet spiller således afgørende ind. På tidspunkter, hvor der – som især i den sidste halvdel af 1960'erne – føres en egentlig lavrentepolitik, medfører det i markedsrenten indregnede lave prisstignings element, at en del af den opnåede debitorgevinst vil være ubetalt, selv om denne gevinsts størrelse netop var forventet af boligefterspørgerne. Samtidig har der i 1960'erne og de første år af 1970'erne formentlig eksisteret mere beskedne prisstigningsforventninger, end tilfældet blev, således at der for disse år også er tale om dannelse af uventede (og ikke-betalte) debitorgevinster. I den aktuelle danske økonomiske situation (medio 1979) med en forholdsvis høj markedsrente for obligationer og pantebreve, vil en vellykket inflationsbekæmpelse derimod – såfremt ejendomsefterspørgernes prisstigningsforventninger først dæmpes efter en vis reaktionstid – kunne udløse en situation, hvor ejendoms køberne vil opnå væsentlig mindre debitorgevinster end som indbygget i rentebetalingerne størrelse.

Et traditionelt boligfinansieringssystem, hvor rente- og afdragsbetalingerne fastlægges ved låneoptagelsen, er særlig følsomt overfor inflation og især overfor ændringer i inflationstakten og i forventningerne hertil. Anvendelsen af dette finansieringssystem indebærer særlige risici for, at der kan udløses enten væsentlige ikke-betalte debitorgevinster, hvis de faktiske prisstigninger i en længere årrække overstiger de forventede, eller der modsat kan ske en betydelig betaling for ikke opnåede debitorgevinster – en tabssituation, hvis de faktiske prisstigninger gennem en lang årrække ligger under de forventede. Dette taler for at anvende andre boligfinansieringsformer. Hvis renten på et aftalt lån er variabel og til stadighed afpasses markedsrenten, vil omfanget af såvel ikke-betalte debitorgevinster som ikke-opnåede debitorgevinster kunne begrænses en hel del. Bedre endnu virker en indexlåneordning, hvor ydelser og restgæld opskrives med prisudviklingen; her kan debitorgevinster kun opstå i ganske beskedent omfang ved ændring af realrenten, der ikke vil være ens til enhver tid.

Den offentlige sektors indflydelse på dannelse af kapital- og debitorgevinster er ikke i videre omfang inddraget ovenfor. Dette repræsenterer en måske for stærk forenkling. Eksempelvis må det være renten efter skat, der er afgørende for hvilke debitorgevinster, der kan siges at være betalte af debitor selv; her må også den forskellige marginalbeskatning inddrages i analysen.

Ej heller er der fokuseret på en række målingsproblemer, der særligt gør sig

gældende ved opgørelse af prisstigningsforventninger og ved beregning af debitorgevinster.

Ovenfor er kapitalgevinster og debitorgevinster behandlet uafhængig af hinanden. En sådan uafhængighed foreligger dog ikke generelt opfyldt, da boligejendommenes ejere modtager begge gevinsttyper. Eksempelvis vil tilstedeværelsen af positive, ikke-betalte debitorgevinster let kunne øge efterspørgslen efter de pågældende ejendomme, da det bliver attraktivt at opnå den til ejendommen knyttede belåning. Derved øges ejendomspriserne (yderligere), hvorved de hidtidige ejendomsbesiddere opnår (større) reelle kapitalgevinster. Denne effekt gælder dog kun på kortere sigt, og hvis kapaciteten i byggeriet er fuldt udnyttet. På længere sigt må byggcomfanget formodes ekspanderet, hvorved ejendomsprisstigningerne og dermed dannelsen af reelle kapitalgevinster modificeres, men i så fald kan der til belåningen af boligejendommene fortsat være knyttet ikke-betalte debitorgevinster.

Appendix

Nyere arbejder om kapital- og debitorgevinster:

- Bonke, Jens, og Borreskov, Flemming, 1977: Kapitalgevinster og inflation. Tidsskrift for politisk økonomi, nr. 3 & 4.
- Eskesen, Lars, 1975: Formueforskydninger og inflation. Nationaløkonomisk Tidsskrift, nr. 2.
- Finanstidende, 1974. Værdien af de faste ejendomme. Udviklingen i Danmarks nationalformue 1950-1974 (II). Nr. 5 (Se også J. Vibe-Pedersen og Hans E. Zeuthen. Parcelhusejernes kapitalgevinster. Og: Mere om beregningen af kapitalgevinster for fast ejendom. Finanstidende. Nr. 12 og 15, 1975).
- Finanstidende, 1979. Værdien af de faste ejendomme. Udviklingen i Danmarks nationalformue 1950-1978. Nr. 41.
- Hansen, Jørgen Drud. 1976 a: Hvorfor opstår der kapitalgevinster? Økonomi og Politik, nr. 2.
- Hansen, Jørgen Drud. 1976 b: Er kapitalgevinster inflationsdrivende? Økonomi og Politik, nr. 3.
- Matthiessen, Lars, 1978: En note om kapitalgevinster. Skrifter fra institut for historie og samfundsvidenskab, Odense Universitet, nr. 54.
- Møller, Michael, 1977: Kapitalgevinster i Danmark i efterkrigstiden. (Duplikeret). (Specialopgave, Københavns Universitets Økonomiske Institut).
- Sandelin, Bo, 1977: Prisutveckling och kapitalvinster på bostadsfastigheter. Memorandum nr. 66. Nationalekonomiska Institutionen. Göteborgs Universitet, Januari.
- Sandelin, Bo, og Södersten, Bo, 1978: Betalt för att bo. Värdestegring och kapitalvinster på bostadsmarknaden, Stockholm.
- Søndergaard, Jørgen, 1978: Prisudviklingen for enfamiliehuse. Memo. 78-8. Økonomisk Institut, Aarhus Universitet.
- Sørensen, Christen, 1977: MICS. En mikro simulationsmodel for lønmodtagerhusstande. Det økonomiske Råds sekretariat, København. (Hovedresultaterne er gengivet i Det økonomiske Råd, formandskabet. Dansk Økonomi, november 1976, København 1976).
- Thomsen, Thomas og Waagstein, Thorbjørn, 1976: Om kapitalgevinster på fast ejendom. København, september.
- Thomsen, Thomas og Waagstein, Thorbjørn, 1977: Om kapitalgevinster og forbrug. Økonomi og politik, nr. 3.
- Vibe-Pedersen, J. og Zeuthen, Hans E., 1971: En note om inflationsgevinster og indkomstfordeling. Socialt Tidsskrift, nr. 6-7.
- Zeuthen, Hans E., 1975: Capital-income, inflation and taxation. The Swedish Journal of Economics. Vol. 77.
- Økonomiske Råd, Det. Formandskabet, 1966: Bidrag til belysning af formueudviklingen i Danmark i de senere år. København.