

Om kapitalgevinster og forbrug

Thorbjørn Waagstein og Thomas Thomsen

Artiklen bygger på dele af et speciale skrevet af Thorbjørn Waagstein og Thomas Thomsen, oktober 1976, med titlen: »Kapitalgevinsterne på fast ejendom i Danmark efter 1960 og deres betydning for samfundsøkonomien«. Ved denne artikels tilblivelse er vi Bodil Nyboe Andersen tak skyldig for en række kritiske kommentarer, som i vidt omfang er indarbejdet i artiklen.

Formålet med denne artikel er nærmere at diskutere, hvilken forbindelse der er mellem kapitalgevinster på jord og fast ejendom og forbruget, idet der specielt lægges vægt på den rolle, som låntagningen med sikkerhed i fast ejendom spiller. Da der tilsyneladende hersker en del usikkerhed omkring, hvorledes kapitalgevinsterne størrelse i praksis beregnes, vil vi også meget kort beskrive beregningsmetoden, samt kritisk vurdere denne. Artiklen knytter i øvrigt an til Jørgen Drud Hansens artikler om kapitalgevinster i tidsskriftet »Økonomi og Politik« 1976 nr. 2 og 3.

1. Årsagen til kapitalgevinsterne

Årsagerne til kapitalgevinsterne er ret fyldigt diskuteret i ovennævnte artikler af Drud Hansen, så vi skal her begrænse os til en mere koncentreret sammenfatning.

Ser vi på den enkelte ejendom på 2 tidspunkter, t_1 og t_2 , kan vi definere en henholdsvis nominel kapitalgevinst (NK) og reel kapitalgevinst (RK) som

$$(1) \quad NK_{t_2, t_1} = H_{t_2} - H_{t_1} - I_{t_2, t_1} \text{ og}$$

$$(2) \quad RK_{t_2, t_1} = H_{t_2} - H_{t_1} (1 + p_{t_2, t_1}) - I_{t_2, t_1} (1 + \frac{1}{2} p_{t_2, t_1})$$

hvor H_t er ejendommens handelsværdi, p_{t_2, t_1} er et udtryk for den almindelige inflation i perioden (f.eks. stigningen i forbrugerindekset), og I_{t_2, t_1} er nettoinvesteringerne i perioden. Når vi i (2) inflaterer med det halve af inflationen, er det fordi vi forudsætter, at investeringerne er jævnt fordelt over perioden.

Den reelle kapitalgevinst på den enkelte ejendom kan enten skabes på den reproducerbare del (bygninger m.v.) eller på den ikke-reproducerbare del (jorden). Hvis vi antager, at værdien af bygningen følger den almindelige udvikling i byggeomkostningerne, kan der opstå en reel kapitalgevinst på denne del

af ejendommen, hvis byggeomkostningerne stiger hurtigere end det almindelige prisniveau, således som det ofte har været tilfældet.

I en artikel i Socialt Tidsskrift nr. 6/7, 1971, viser J. Vibe-Pedersen og H. E. Zeuthen, at hvis vi forudsætter en konstant inflationsrate, p , og forudsætter, at jordrenten ligledes stiger med p , da vil jordens værdi tilnærmelsesvis være $K = j/i_r$, hvor j er jordrenten og i_r er realrenten. Jordens realværdi er altså uafhængig af inflationsraten og af den nominelle rente, blot realrenten er konstant.

Vi ser altså, at den reale jordværdi kan stige, hvis den reale jordrente stiger og/eller realrenten falder. Udviklingen i den reale jordrente vil afhænge af udbuds- og efterspørgselsforhold. Når en voksende efterspørgsel står over for et begrænset udbud, som det for eksempel typisk er tilfældet med de rekreative områder, vil vi få en voksende real jordrente og jordværdi, og dermed reelle kapitalgevinster. Andre typiske tilfælde hvor den reale jordrente stiger er, når en ejendomsbeskatning fjernes, eller når en restriktion fjernes (ejerlejligheder, huslejerestriktioner), eller når f.eks. landbrugsjord overgår til by- eller sommerhusbenyttelse. Realrenten er det særdeles vanskeligt at finde et udtryk for, da dette jo er den subjektive rente, som de forskellige efterspørgere tilbage-diskonterer med. I hvor høj grad faldende realrente kan være forklaring på skabelsen af reelle kapitalgevinster efter krigen, er vanskeligt at sige, men for at være eneste forklarende faktor skal den have været støt faldende i længere perioder, hvilket næppe kan være særlig sandsynligt.

Betrager vi den enkelte ejendomsejer, kan han imidlertid godt få en reel formueforbedring, selv om ejendommen kun følger den almindelige inflation, og der dermed ikke skabes nogen reel kapitalgevinst. Dette kan ske, hvis han p.g.a. prioritetsgælden i ejendommen er nettodebitor, idet fordringernes realværdi er faldende under inflation. Dette forhold kompenseres der normalt for ved en højere nominel rente, men det er påvist, at den nominelle rente ofte er så lav, at den disponible realrente (realrenten efter skat) er negativ.

Sammenfattende kan vi sige, at der vil skabes en reel kapitalgevinst på jord og fast ejendom, hvis

- 1) byggeomkostningerne stiger hurtigere end den almindelige inflation,
- 2) den reale jordrente stiger, eller
- 3) realrenten (efter skat) falder.

Desuden vil inflationen, hvis ejendomsejeren er nettodebitor, give anledning til en debitorgevinst p.g.a. pengefordringernes faldende realværdi.

2. *Virkningerne af kapitalgevinsterne på forbruget*

Vi skal her med udgangspunkt i ovennævnte artikel af Drud Hansen beskæftige os med kapitalgevinsterne virkning på forbruget.

Drud Hansen tager udgangspunkt i en forbrugsfunktion, hvor forbruget er

bestemt af den empiriske realindkomst og den empiriske realformue. Hans hovedargument er, at nok er der en positiv sammenhæng mellem forbrug og reelle kapitalgevinster, men det som nogen vinder, taber andre, således at virkningen af de reelle kapitalgevinster på det samlede forbrug stort set er nul.

Vi skal ligeledes her gå ud fra en forbrugsfunktion, hvor den empiriske realformue indgår, idet vi nedenfor nærmere skal diskutere, hvorfor dette må være tilfældet. Vort hovedargument er imidlertid, at der *ikke* er en symmetrisk forbrugsreaktion hos de, der vinder, og de der taber, ved de store prisstigninger på den faste ejendom, således at nettovirkningen på forbruget bliver positiv.

Før vi går nærmere ind på denne argumentation, skal vi kort se på, hvad en sådan eventuel efterspørgselsstigning resulterer i.

Kapitalgevinsterne vil kun i enkelte tilfælde dække over en reel forøgelse af økonomiens indtjeningsevne (f.eks. når kapitalgevinsterne skyldes højere priser for landbrugseksporten). Samfundet som helhed bliver altså normalt ikke »rigere« af disse kapitalgevinster. Den forøgede efterspørgsel vil således kunne give forskelligt udslag. Hvis vi betragter en lukket økonomi, hvor investeringerne er eksogent bestemt, vil den forøgede efterspørgsel, hvis økonomien har fuld kapacitetsudnyttelse, resultere i en forhøjelse af prisniveauet, så den reelle efterspørgsel er uændret. Kapitalgevinsterne bevirker altså under disse forudsætninger en omfordeling af den reelle efterspørgsel blandt de forskellige grupper i samfundet, samt inflation. Går vi derimod ud fra, at investeringerne er renteafhængige, samt at kapitalgevinsterne resulterer i en øget låntagning til forbrugsformål, som igen medfører en forhøjelse af renten, vil det øgede forbrug til en vis grad modsvares af et fald i investeringerne. Betragter vi endelig en åben økonomi, kan den større samlede efterspørgsel modsvares af et underskud på betalingsbalancen, altså ved at det hjemlige merforbrug finansieres ved opsparing i udlandet. Resultatet af den større efterspørgsel kan altså være prisstigninger, rentestigning og investeringsfald, eller underskud på betalingsbalancens løbende poster. Eller lidt af hvert.

Vi skal ikke her gå nærmere ind på virkningen af en eventuel større efterspørgsel som følge af kapitalgevinsterne, men i det følgende argumentere for, at der *er* en sådan efterspørgselsstigning, idet der *ikke* er en symmetrisk forbrugsreaktion hos de, der vinder, og de der taber, ved kapitalgevinsterne på fast ejendom.

Vi beskæftiger os i det følgende udelukkende med de *reelle* kapitalgevinster, således som de er defineret i foregående afsnit, og altså ikke med debitorgevinsterne. Disse er nøje forbundet med et samtidigt tab hos kreditorerne, og symmetribetragtningen virker derfor mere rimelig (selv om der også her *kan* være en betydelig asymmetri).

Vi skal i det følgende betegne gevinsterne som realiserede, når ejendommen sælges.

1) Lad os først se på situationen, hvor ejendommen *ikke* sælges. Hvis prisstigningen skyldes et fald i realrenten, er indkomststrømmen uændret, og der vil ikke umiddelbart være nogen virkning på forbruget. Hvis prisstigningen hænger sammen med forøgelse af det reale afkast, er vi enige med Drud Hansen i, at der ikke er grund til at forvente nogen umiddelbar forøgelse af det samlede forbrug, medmindre der er tale om en reel ændring i økonomiens samlede indtjeningsevne. Typiske eksempler på en sådan symmetrisk forbrugsreaktion, der vil gøre at de ekspansive og kontraktive virkninger på forbruget formentligt stort set vil udligne hinanden, er når huslejen stiger i udlejningsbyggeriet. Her sker der en simpel omfordeling fra lejer til ejer.

Uanset årsagen til den reelle kapitalgevinst, kan der imidlertid være en mere indirekte virkning på forbruget.

Hvis vi går ud fra, at den enkelte forbruger har et fuldt kendskab til sin fremtidige løbende indkomst incl. kapitalgevinsterne/-tabene, og at han har mulighed for at optimere fordelingen af forbruget mellem nutidigt og fremtidigt forbrug, så vil kapitalgevinsterne ikke betyde nogen ændring i denne plan. Kapitalgevinsterne vil altså ikke betyde nogen ændring i det aktuelle forbrug, idet der er taget højde for gevinsterne i den planlagte fordeling af forbruget.

Når vi alligevel i en situation med ikke-realisering af gevinsten kan forvente en positiv sammenhæng mellem forbrug og kapitalgevinst, skyldes det, at der er grund til at forvente, at der ofte vil være en inoptimal fordeling af forbruget over tiden (uanset om kapitalgevinsten er forventet eller ej).

For det første vil kapitalgevinsten betyde adgang til lån med sikkerhed i gevinsten, således at et ønsket forbrug kan realiseres. Her behøver der ikke blot at være tale om, at det ikke tidligere har været muligt overhovedet at få et lån, men lånevilkårene er normalt mere fordelagtige, når der kan stilles sikkerhed i fast ejendom, end når dette ikke er tilfældet. Løbetiden er således længere end ved andre lån, og renten er som regel langt lavere end ved f.eks. afbetalingshandel.

For det andet kan forbruget øges, selv om gevinsten måske var forudset, fordi forbedringen af formueforholdet gør, at noget af usikkerheden m.h.t. fremtiden forsvinder. Et øget forbrug i tillid til de fremtidige indtægtsforhold kan realiseres uden alt for stor risiko for at blive illikvid, hvis forventningerne ikke holder stik. Dette kan vise sig ved låntagning med sikkerhed i ejendommen, eller ved en formindsket opsparing af den løbende indkomst til sikkerhedsformål, fordi en eventuel uventet merudgift kan klares ved lån i ejendommen.

Endelig kan den øgede realformue også betyde et større forbrug, såfremt forøgelsen ikke var forventet, hvis man regner med en forbrugsfunktion, hvor den samlede livsindkomst (forstået som de samlede økonomiske ressourcer over tiden den enkelte kan råde over) spiller ind på det løbende forbrug.

Spørgsmålet er nu, om denne indirekte virkning på forbruget vil blive mod-

svaret af, at andre i samfundet indskrænker deres forbrug tilsvarende. Den eneste modgående virkning, man kan forestille sig, er (som også nævnt af Drud Hansen), at de der agter sig i en nærmere fremtid at købe en ejendom, forøger deres opsparing i takt med de stigende ejendomspriser. Det skal her bemærkes, at udbetalingerne andel af ejendomsprisen har været faldende de seneste årtier, og desuden må denne gruppe af potentielle købere være ret forsvindende i forhold til den samlede gruppe af ejendomsbesiddere. Nettoeffekten på forbruget må derfor forventes at være positiv.

2) Lad os dernæst betragte situationen, når ejendommen sælges, altså når kapitalgevinsten realiseres.

Her er det retten til en fremtidig indkomststrøm, der sælges. Kapitalgevinsten kan da være et resultat af, at denne indkomststrøm er forøget, eller af at der er sket et fald i realrenten, altså en opvurdering af denne indkomststrøm. Om sælger og køber her har symmetrisk forbrugsreaktion, vil afhænge af, hvorledes købet foregår. Det afgørende er her, om den ekspansive og den kontraktive forbrugerreaktion sker efter samme tidsmæssige fordeling. Vort afgørende synspunkt er, at det gør den ikke.

Såfremt handelen sker kontant eller ved afdrag fra køber til sælger over en årrække, vil forbrugsreaktionen formentlig være stort set symmetrisk. Anderledes forholder det sig derimod, når købet foregår ved, at en del af købesummen erlægges som obligationer og pantebreve, som sælger derefter afhænder på realkreditmarkedet. Køberen får en indskrænkning af sine forbrugsmuligheder fordelt over en længere årrække, medens sælgers forbrugsmulighed udvides omgående. Vi ser altså, at det igen er spørgsmålet om belåning af ejendommen, der er afgørende for, om nettoeffekten af værdistigningen på den faste ejendom på forbruget er positiv, idet belåningen netop kan ses som udtryk for en asymmetrisk forbrugsreaktion. Belåningen er ikke uden videre et udtryk herfor. Det afgørende er som nævnt, om værdipapierne sælges, og provenuet herfra omsættes hurtigere i forbrug, end køberen indskrænker sit forbrug ved betaling af renter og afdrag.

At en sådan asymmetrisk reaktion er sandsynlig, kan vi måske bedst illustrere med nogle eksempler, der kan give argumentationen kød og blod.

De tilfælde, hvor en ejendom sælges med det formål at købe en anden ejendom, er i almindelighed uinteressante, og skulle ikke give anledning til nogen ekstrabelåning af betydning. En undtagelse herfra er de tilfælde, hvor formålet med handelen netop er at opnå en kapitalgevinst, altså den egentlige spekulation i fast ejendom. Her er det klart, at gevinsten normalt vil blive omsat i konstanter, der enten vil blive brugt til forbrug, eller blive benyttet til nye opkøb.

Herudover har det størst interesse at se på, hvilke husstande der forlader massen af ejere af fast ejendom. Det sker typisk for selvstændige, når de går på pension (f.eks. landmanden), hvorefter gevinsten kommer til at tjene som

en slags selvpension. Parcelhusejeren forlader typisk massen af ejere, når han dør, hvorefter kapitalgevinsten tilfalder arvingerne. I begge tilfælde er det sandsynligt, at forbrugsudvidelsen hos dem, der modtager gevinsten, sker hurtigere end forbrugsindskrænkningen hos køberne. En faktor, der reducerer denne virkning, er arvebeskatningen. Ser vi på tallene for belåningen af den faste ejendom, tyder disse på en sådan asymmetrisk forbrugsreaktion. Mere herom senere.

Sammenfattende kan vi sige, at vi vil forvente, at de der ejer fast ejendom, vil udvide forbruget,

- 1) uden forbindelse med salg, fordi kapitalgevinsterne giver større muligheder for og formentlig også større incitament til at fremskynde forbruget enten ved låntagning med sikkerhed i den faste ejendom, eller ved nedsat opsparing ud af den løbende indkomst, og
- 2) i forbindelse med salg, fordi køberen indskrænker sit forbrug langsommere end sælgeren udvider sit.

Eneste modgående reaktion på det samlede forbrug er de potentielle køberes formodede større opsparing i takt med prisstigningerne på den faste ejendom. Vi må derfor konkludere, at nettoeffekten på forbruget vil være positiv.

3. Kapitalgevinsterne størrelse

Før vi går over til nærmere at se på belåningen af den faste ejendom, skal vi kort se på, hvor store kapitalgevinsterne har været, og hvilke fejlkilder der knytter sig til tallene.

I tabellerne 1 og 2 har vi i stærkt koncentreret form gengivet resultatet af beregningen af kapitalgevinsterne. Det ses, at det især er parcelhusene og landbrugsejendommene, der vejer til i opgørelsen over de reelle kapitalgevinster. Gevinsterne på ubebyggede grunde m.v. og på sommerhuse er også ganske betydelige, især når man sammenholder gevinsterne med disses samlede handelsværdi.

Udover den undervurdering af gevinsterne, der skyldes, at der ikke er taget tilstrækkeligt hensyn til kapitalsliddet på ejendomsmassen, er der to andre væsentlige fejlkilder. Den ene er, at der (jfr. beskrivelsen af beregningsmetoden i appendiks) ikke er taget hensyn til gevinsten, når en ejendom skifter anvendelse, og den anden at værdierne refererer til belånte værdier, hvorfor kursændringer spiller ind.

Tabel 1. Kapitalgevinsterne på privat fast ejendom 1/7-1959 til 1/7-1975

	Nominelle kapitalgevinster		Relle kapitalgevinster
		mia. kr.	
Beboelsesejendomme ¹⁾	180,8		68,3
heraf parcelhuse	142,4		68,1
Landbrugsejendomme ²⁾	81,6		45,6
Sommerhuse	14,5		9,2
Ubebyggede grunde m.v. ³⁾	38,5		9,8
Ejerlejligheder ⁴⁾	3,6		1,0
Øvrige ejendomme ⁴⁾	34,3		- 9,5
I alt	353,3		124,4

1) Bortset fra landbrugets stuehuse.

2) Inklusive skove og frugtplantager.

3) Inklusive »andre bebyggede ejendomme«.

4) Fabriks- og lagerejendomme samt ejendomme med beboelse og forretning minus beboelse.

5) Kuneft 1967.

Kilde: T. Thomsen & T. Waagstein, anførte værk, s. 30-32. Om beregningsmetoden, se appendiks.

Tabel 2. Kapitalgevinsterne på privat fast ejendom hvert af årene 1959/60 til 1974/75

1/7-1/7	Nominelle kapitalgevinster		Reelle kapitalgevinster
		mia. kr.	
1959-60	6,9		5,9
1960-61	12,8		9,3
1961-62	8,5		3,0
1962-63	5,7		- 0,7
1963-64	10,4		5,8
1964-65	11,0		- 0,4
1965-66	27,6		18,7
1966-67	11,0		- 9,2
1967-68	2,1		-10,0
1968-69	5,5		- 0,1
1969-70	39,1		21,0
1970-71	12,5		- 2,5
1971-72	28,3		7,8
1972-73	60,7		26,9
1973-74	71,2		0,5
1974-75	40,0		-12,7
I alt	353,3		-

Kilde: Som i tabel 1.

De gevinster, der opstår, når en ejendom skifter anvendelse, drejer sig især om gevinsterne, når landbrugsejendomme bliver udstykket til byggegrunde, og når ikke-nybyggede (huslejeregulerede) beboelsesejendomme udstykkes til ejerlejligheder. Det er meget vanskeligt at danne sig et skøn over, hvor store beløb der er tale om. I tabel 3 har vi foretaget et skøn over gevinsten ved landbrugsjords overgang til by- eller sommerhusbenyttelse. Dette skøn er fremkommet

ved at multiplicere den gennemsnitlige fortjeneste pr. m² i perioden med det inddragne areal (reduceret for arealet til offentlig anvendelse m.v.).

I tabel 4 er opgjort et meget groft skøn over gevinsten ved ikke-nybyggede ejendommers overgang til ejerlejligheder. Ligningsdirektoratet har foretaget beregninger, der viser, at sådanne ejendomme stiger til det fire- eller femdobbelte i værdi ved udstykning til ejerlejligheder. Hvis vi går ud fra, at alle ejerlejligheder, der er blevet solgt de sidste 3 år, er førstegangshandeler (hvilket kun delvist er rigtigt), og går ud fra, at disse er steget til ca. det tredobbelte i værdi (for at holde os i underkanten), fremkommer tallene i tabel 4.

Tabel 3. Gevinsten ved landbrugsjords overgang til by- eller sommerhusbenyttelse

År	Gevinst mia. kr.
1967	0,2
1968	0,2
1969	0,3
1970	0,3
1971	0,5
1972	0,8
1973	1,5
1974	1,7
1975	1,7

Tabel 4. Gevinsten ved ikke-nybyggede ejendommers overgang til ejerlejligheder

År	Gevinst mia. kr.
1973	0,5
1974	0,6
1975	1,1

Kilde til tabel 3 og 4: T. Thomsen & T. Waagstein, anførte værk, s. 37 og 39.

Det andet problem er, i hvor høj grad de beregnede gevinster i virkeligheden blot er udtryk for ændrede kurser på værdipapirerne. Det er ofte blevet hævdet (se f. eks. artikel af J. Vibe-Pedersen og H. Zeuthen i *Finanstidende* nr. 12/1974), at de reelle gevinster de seneste år blot skyldes kursændringer.

Man anvender ofte begrebet kontantværdi om den hypotetiske salgssum, der vil fremkomme, hvis en ejendom handles kontant. Dette begreb er naturligvis temmelig hypotetisk, da praktisk taget ingen handler foregår kontant. Det nærmeste, man i praksis kan komme til dette begreb, er det beløb, der skal til for at opkøbe de i en ejendom indestående prioriteter til kursværdi, udbetale et beløb svarende til sælgerpantens kursværdi, og endelig erlægge den kontant udbetaling. Vi har i tabel 5 beregnet nogle »kontantværdiprocenter« for parcel-

huse og landbrugsejendomme for udvalgte år mellem 1960 og 1975, idet kontantværdiprocenten skal forstås som den procent, som kontantværdien udgør af handelsværdien. Disse kontantværdiprocenter er beregnet ud fra de tal for de gennemsnitlige købesummer og disses fordeling på de forskellige berigtigelsesformer, som offentliggøres halvårligt af Statens Ligningsdirektorat.

Tabel 5. Indeks for kontantpriser

År	1 Kontant værdi procent	2 Indeks for kontantværdi	3 Indeks for ejendomspriser	4 Indeks for kontantpriser (2 x 3)	5 Indeks for forbrugerpriser
<i>Parcelhuse:</i>					
1960	87,3	100	100	100	100
1963	86,6	99	154	152	118
1967	80,0	92	238	219	156
1970	74,2	85	302	257	182
1975	76,1	87	516	449	258
<i>Landbrugsejendomme:</i>					
1960	88,8	100	100	100	100
1963	87,9	99	116	115	118
1967	80,7	91	177	161	156
1970	74,8	84	193	162	182
1975	77,4	87	448	390	258

Kilde: T. Thomsen & T. Waagstein, anførte værk, s. 45.

Vi ser af tallene i tabel 5, at nok er der sket et vist fald i kontantværdiprocenten fra 1960 til 1975, men at dette fald kun i ringe grad modificerer den prisudvikling, der har været tale om. Indekset for kontante ejendomspriser stiger langt stærkere end forbrugerprisindekset. Årsagen til at den stadigt stigende rente ikke har influeret mere på kurserne er, at man efter 1970 i stadigt større omfang er gået over til kontantlån og 10 %-obligationer. Det efterslæb, som den nominelle rente havde efter den reelle rente, er nu for både obligationer og pantebreve noget udlignet.

Påstanden om, at de beregnede reelle kapitalgevinster i stort omfang blot er et resultat af den stigende rente og de faldende kurser, er altså urigtig.

4. Belåningen af kapitalgevinsterne

Som vi diskuterede det i afsnit 2, vil den stigende efterspørgsel som resultat af kapitalgevinsterne give sig udslag i en mindre opsparing ud af den løbende indkomst og i en voksende belåning. Mens det er uhyre vanskeligt empirisk at eftervise, hvilken indflydelse kapitalgevinsterne har på opsparingen ud af den løbende indkomst¹⁾, kan man forsøge at isolere den låntagning, der sker med sikkerhed i kapitalgevinsterne. Dette vil vi forsøge i det følgende.

1. Beregninger, som der gøres rede for af Søren Brodersen i »Juristen og Økonomen« 9/1977, tyder på, at ejere af fast ejendom vitterlig har en lavere opsparing end andre.

I en situation, hvor der ikke er inflation eller kapitalgevinster, vil den samlede restgæld i den faste ejendom under forudsætning af et jævnt omsætningsmønster være nogenlunde konstant. De afdrag på prioritetsgælden, der foretages løbende på de forskellige ejendomme, vil modsvares af, at der hvert år er nogle, der afhænder deres ejendom og frigør den opsparede kapital, der står i denne. Det stadig nybyggeri vil derimod løbende bidrage til, at den samlede prioritetsgæld vokser.

Vi kan derfor betragte stigningen i prioritetsgælden, altså nettolåntagningen i den faste ejendom, reduceret for den belåning, der går til nybyggeriet, som et udtryk for belåningen af kapitalgevinsterne. Det kan være vanskeligt direkte at knytte et sådant lånebeløb til et teoretisk begreb. Det betyder imidlertid ikke, at en sådan opgørelse af belåningen af kapitalgevinsterne bliver uanvendelig. Specielt hvis vi skal diskutere følgerne af et eventuelt indgreb mod kapitalgevinsterne, der vil gøre en sådan belåning umulig, er opgørelsen af interesse.

Resultaterne af denne opgørelse er vist i tabel 6 og 7. Nettotilgangen er opgjort til kursværdi. Den omfatter udlån fra realkreditinstitutter, staten, banker, sparekasser, forsikringsselskaber og pensionskasser, sælgerpantebreve og lånepantebreve. Afgangen og kurserne på pantebrevene er beregnet ved at forudsætte, at den pålydende rente er steget støt fra 6 til 9 pct. fra 1960 til 1975, at

Tabel 6. Nettotilvækst i belåningen i fast ejendom, kurværdi (mio. kr.)

Ar	1 Realkr. institut i alt	2 Staten, banker, sparek., forsikr.s	3 Sælger- pante- breve	4 Låne- pante- breve	5 Netto- tilgang i alt	6 Minus offentlig låntagn.	7 Privat netto- låntagn. i alt
1960	1.300	656	300	51	2.307	—	2.307 ²⁾
1961	1.828	504	370	66	2.768	26	2.742
1962	2.095	373	500	91	3.059	26	4.033
1963	2.823	317	574	103	3.817	26	3.791
1964	3.260	423	739	134	4.556	103	4.453
1965	4.511	518	921	117	6.067	90	5.977
1966	3.361	540	958	266	5.125	90	5.035
1967	3.975	457	1.186	102	5.720	87	5.633
1968	6.105	391	1.277	94	7.867	352	7.515
1969	7.313	605	1.636	83	9.637	349	9.288
1970	5.764	565	1.727	381	8.437	235	8.202
1971	9.242	660	2.023	503	12.428	258	12.170
1972	12.267	1.316	3.121	628	17.332	276	17.056
1973	15.655	1.601	3.374	810	21.440	115	21.325
1974	15.165	1.315	2.324	274	19.078	52	19.026
1975	20.425	— 305 ¹⁾	3.481	24	23.625 ¹⁾	49	23.576 ¹⁾
1976	18.600	624 ¹⁾	5.336	70	24.630 ¹⁾	—	24.630 ²⁾

1) Uden udlån fra staten og forsikringsselskaber.

2) Uden fradrag for offentlig låntagning.

Kilde: T. Thomsen & T. Waagstein, anførte værk, s. 80. Benyttet statistik: Danmarks Nationalbanks års- og kvartalsoversigter, Årsberetninger fra Forsikringsrådet, Obligationsbetænkningen fra 1969, Statistiske efterretninger samt materiale fra Statens ligningsdirektorat.

løbetiden gennemsnitlig er 8 år for lånepantebrevene og 12 år for sælgerpantebrevene, og at den effektive kreditorrente ligger 2 1/2 pct. over renten på en 6-7 pct. 10-årig kreditforeningsobligation (med visse modifikationer for de senere år). Opgørelsen over nettotilgangen i belåningen af privat ejendom er lidt kompliceret, men formentlig ganske præcis.

Skønnet over belåningen af det private nybyggeri i tabel 7 er fremkommet ved at forudsætte, at boligbyggeriet er 90 pct. belånt, landbrugsbyggeriet og det øvrige erhvervsbyggeri 70 pct. belånt. Denne opgørelse af nybyggeriets finansierungsbehov er forbundet med en del usikkerhed. Således inkluderer investeringer i nybyggeri ikke grundforbedringer, byggemodning o.l., hvortil der også kan optages realkreditlån. Desuden er det offentliges låntagning på realkreditmarkedet (som er fratrasket) formentlig noget undervurderet. Disse fejl kan imidlertid ikke ændre hovedtendensen i tallene, som den fremgår af 4. kolonne i tabel 7.

Tabel 7. Belåningen af kapitalgevinsterne på privat fast ejendom (provenue, mia. kr.)

År	1 Nettotilgang i belåningen af privat fast ejendom	2 Investe- ringerne i privat nybyggeri	3 Skønnet belåning af privat nybyggeri	4 Belåning af kapitalgev. på privat ejendom (1 minus 3)
1960	2,3	2,2	1,8	0,5
1961	2,7	2,7	2,2	0,5
1962	3,0	3,1	2,5	0,5
1963	3,8	3,1	2,5	1,3
1964	4,5	4,1	3,3	1,1
1964	4,5	4,1	3,3	1,1
1965	6,0	4,9	4,0	2,0
1966	5,0	5,1	4,2	0,9
1967	5,6	6,0	5,0	0,6
1968	7,5	5,7	4,8	2,7
1969	9,3	7,5	6,3	3,0
1970	8,2	8,4	7,0	1,2
1971	12,2	8,8	7,3	4,8
1972	17,1	11,2	9,5	7,6
1973	21,3	14,9	12,5	8,8
1974	19,1	15,3	12,6	6,5
1975	23,8	13,8	11,4	12,4
1976	24,6	17,9	14,9	9,7

Kilde: Kol. 1: se tabel 6; kol. 2: Stat. 10-årsoversigt; kol. 3 er beregnet som (boligbyggeri minus 10 pct.) + (øvr. byggeri minus 30 pct.).

Når vi skal vurdere tallene i tabel 7, er det vigtigt at holde for øje, at ejer-pantebrevene ikke er med i opgørelsen. Det skyldes, at tinglysning af et ejer-pantebrev ikke umiddelbart behøver at dække over et låneforhold. Hvor meget ejer-pantebrevene betyder, er det særdeles vanskeligt at vide noget om. Nyting-lysningen af ejer-pantebreve toppede i 1973 med knap 24 milliarder kr. I 1975

androg den over 16 milliarder kr., og i 1976 ca. 20 milliarder kr. I de senere år er ca. 1/3 af disse blevet lagt som sikkerhed for midlertidige byggelån. Resten af ejerpantebreve dækker formentlig en stor del af den erhvervsgæld, der optages, idet de typisk lægges til sikkerhed for en kassekredit. En henvendelse til bankerne for at få et skøn over udlånene med sikkerhed i ejerpant har været forgæves. En præcisering af dette i bankstatistikken ville være et væsentligt fremskridt.

Når vi ser på tallene i tabel 7, er det især interessant at se, hvor stor en andel af nettolåntagningen med sikkerhed i fast ejendom, der går til tillægsbelåning, og hvor meget der går til nybyggeri. Det ses, at belåningen af kapitalgevinsterne udgjorde en andel af den samlede nettolåntagning på gennemsnitlig 25 pct. i perioden 1961-65, 22 pct. i perioden 1966-70 og 42 pct. i perioden 1971-75. For året 1975 nåede belåningen af kapitalgevinsterne op på at udgøre over *halvdelen* af den samlede nettolåntagning. Man kan altså ikke hævde, at belåningen af kapitalgevinsterne blot er af marginal betydning på lånemarkedet – det er andet og mere end blot »toppen« af belåningen af fast ejendom. Det skal erindres, at dette som nævnt er uden at medregne låntagningen med sikkerhed i ejerpantebreve.

Hvis vi som nævnt i afsnit 2 vil tage denne belåning af kapitalgevinsterne som et indicium for en asymmetrisk forbrugsreaktion hos de, der får kapitalgevinsterne, og de der ikke gør, er det kun den del af værdipapirerne, der kommer på markedet, der har interesse. Især for sælgerpantebrevens vedkommende er der mange, der ikke kommer på markedet. I pantebrevsbetænkningen er det skønnet, at kun ca. 20 pct. kommer på markedet. Dette reducerer den andel, hvormed belåningen af kapitalgevinsterne belaster lånemarkedet, hvis vi går ud fra, at disse sælgerpantebreve ikke bliver lagt til sikkerhed for andre lån, f.eks. lån mod håndpant i en bank (hvilket i øvrigt ofte vil være tilfældet). Disse 20 pct. er formentlig et særdeles groft skøn, og tallet varierer givetvis ganske meget fra år til år. Går vi ud fra, at disse 20 pct. er et korrekt tal, bliver de ovennævnte procenter noget mindre. Beregnet således udgør belåningen af kapitalgevinsterne følgende andele af den samlede nettolåntagning i den faste ejendom: 1961-65: 13 pct., 1966-70: 8 pct.; 1971-75: 30 pct. Altså stadig andet og mere end »toppen« af den private låntagning med sikkerhed i fast ejendom.

Den meget store ekspansion i låntagningen med sikkerhed i fast ejendom i 70'erne hænger naturligvis også sammen med institutionelle forhold. Udlånsloftet for pengeinstitutterne har medført, at pengeinstitutterne ofte kræver, at alle lånemuligheder i realkrediten er udnyttet. Desuden har det medført, at flere søger lån på det private pantebrevsmarked, en udvikling som også pengeinstitutterne beforder, jfr. f.eks. deres pantebrevsservice. Et forsøg på at begrænse udlånene fra realkreditinstitutterne vil givevis yderligere befordre denne udvikling.

5. Sammenfatning

For med sikkerhed at kunne afgøre, hvordan prisstigningerne på den private faste ejendom og dermed kapitalgevinsterne indvirker på det samlede forbrug, vil det kræve, at man nærmere og mere konkret undersøger, hvordan kapitalgevinsterne faktisk indvirker på forskellige befolkningsgruppers forbrug. Det er efter vor opfattelse under alle omstændigheder fuldstændigt uholdbart, således som Drud Hansen gør det, at konkludere, at kapitalgevinsterne ingen eller kun minimal virkning har på det samlede forbrug.

En af de størrelser, vi *kan* se på som indicium for forbrugsreaktionen, er udviklingen i låntagningen med sikkerhed i fast ejendom. Vi så foran, at denne låntagning har udviklet sig eksplosivt, uden rimelig sammenhæng med nybyggeriets størrelse.

Nok så interessante er disse belåningstal, når vi diskuterer, hvilken virkning der vil være af indgreb, der konfiskerer gevinsterne og dermed udelukker en belåning af dem.

Vi skal ikke her komme ind på alle de former for indgreb, der kan mindske skabelsen af kapitalgevinsterne eller konfiskere dem, når de *er* opstået, men blot nævne to indgreb: nationalisering og grundstigningsskyld.

En nationalisering af al jord ville fjerne alle muligheder for at opnå både rent nominelle og reelle kapitalgevinster på andet end bygningsværdien. Dermed ville også praktisk taget al nettolåntagning, der ikke har til formål at finansiere nybyggeriet, være fjernet fra realkreditmarkedet.

Et mindre drastisk indgreb som f. eks. en gradvis indførelse af grundstigningsskyld (eller ejendomsstigningsskyld) ved at lade alle reelle gevinster indefryse som statsprioritet, der f. eks. først begynder at forrentes ved afhændelse af ejendommen, ville stadig give anledning til debitorgevinster, når ejeren er netto-debitor. Reduktionen af den del af låntagningen, der ikke har forbindelse med nybyggeriet, ville i så fald også blive mindre drastisk, fordi debitorgevinsterne stadig ville kunne belånes.

Hvor hurtigt der i tilfælde af et indgreb ville ske en begrænsning af den belåning af kapitalgevinsterne, som vi har opgjort foran, er det i det hele taget vanskeligt at sige. Restgælden på den samlede ejendomsmasse udgjorde ifølge Ligningsdirektoratets stikprøveundersøgelse i forbindelse med 1969-vurderingen lidt over 40 pct. af ejendomsvurderingen. Der er altså rigelig plads til en fortsat udvidelse af belåningen, også selv om de fremtidige kapitalgevinster konfiskeres. Men det er klart, at der efterhånden vil ske en stabilisering af denne belåning.

Appendiks

Om beregningen af kapitalgevinsterne størrelse

Vi definerede foran den nominelle kapitalgevinst mellem tidspunkter t_1 og t_2 som

$$NK_{t_2, t_1} = H_{t_2} - H_{t_1} - I_{t_2, t_1}$$

hvor I er nettoinvesteringerne i perioden.

Hvis t_1 og t_2 er to vurderingsår, kan H_{t_1} og H_{t_2} direkte findes som den samlede ejendomsværdi opgjort ved vurderingerne multipliceret med en faktor, der udtrykker, hvor meget ejendomsvurderingen ligger under de faktiske salgspriser. Denne faktor kan findes ud fra ejendomssalgsstatistikken.

Problemet er at opgøre nettoinvesteringerne i perioden. En beregning af kapitalgevinsterne er bl.a. foretaget af Det økonomiske Råd (DØR) i deres redegørelse fra 1966: »Bidrag til belysning af formueudviklingen i Danmark de senere år«.

DØR finder nettoinvesteringerne ved at bruge nationalregnskabsstatistikken opgørelse over investeringerne i ny- og ombyggeri tillagt et beløb for grundforbedringer m.v., skønnet af Statens Ligningsdirektorat. Forringelsen af ejendomsmassen findes ved at bruge en fast årlig afskrivningsprocent.

Denne fremgangsmåde har nogle væsentlige mangler. For det første tillader nationalregnskabsstatistikken kun opdeling på boligbyggeri, landbrugsbyggeri og andet erhvervsbyggeri. Dette er en meget utilfredsstillende begrænsning. For det andet giver metoden direkte forkerte resultater i denne opdeling på de 3 grupper. Når f.eks. en landbrugsejendom udstykkes til byggegrunde, så forøges handelsværdien af gruppen beboelsesejendomme (hvortil DØR henregner byggegrunde), og da der ikke korrigeres herfor (idet man støtter sig på investeringsstatistikken) kommer disse byggegrunde til at fungere som kapitalgevinster for denne gruppe og som kapitaltab for gruppen landbrugsejendomme.

Vi har derfor efter råd og vejledning fra Statens Ligningsdirektorat benyttet en anden fremgangsmåde. Statens Ligningsdirektorat beregner en reel værditilvækst mellem vurderingsårene som

$$RV_{t_2, t_1} = H_{t_2} - H_{t_1} (1 + q_{t_2, t_1})$$

hvor q_{t_2, t_1} udtrykker den prisstigning, der ifølge salgsstatistikken er sket for ejendomme i perioden mellem vurderingsårene. For at opnå den størst mulige præcision beregnes denne værditilvækst særskilt for hver af de 14 ejendomsgrupper, som salgsstatistikken er opdelt på. Ved hjælp af byggestatistikken fordeles denne reelle værditilvækst så til de enkelte år mellem vurderingerne og omregnes til årets priser med ejendomsindekset. For de grupper, som bygge-

statistikken ikke indeholder nogen oplysninger om, fordeles værditilvæksten proportionalt på de enkelte år.

Den nominelle kapitalgevinst mellem 2 år, t_1 og t_2 (f. eks. 1960 og 1975) kan nu for hver enkelt ejendomsgruppe betegnes som

$$NK_{t_2, t_1} = \sum_{t_1}^{t_2-1} (H_t + \frac{1}{2}RV_{t, t+1}) \cdot q_{t, t+1}$$

idet den reelle værditilvækst forudsættes jævnt fordelt over året.

Hvis vi nu betegner H_{t_2, t_1}^+ som den værdi, ejendomsmassen ville have haft år t_2 , såfremt ejendomspriserne siden år t_1 præcis havde fulgt inflationen, kan vi finde den reelle kapitalgevinst, RK, som

$$RK_{t_2, t_1} = NK_{t_2, t_1} - \sum_{t_1}^{t_2-1} (H_{t, t_1}^+ + \frac{1}{2}RV_{t, t+1}) \cdot p_{t, t+1}$$

Dvs. vi finder den reelle kapitalgevinst, som den nominelle kapitalgevinst minus den gevinst, der opstår, hvis ejendomspriserne lige præcis følger inflationen.

Referencer

-
- Betænkning nr. 616: En statistisk belysning af pantebrevsmarkedet, juni 1971.
 Søren Brodersen: »Opsparing hos ejere og lejere«, *Juristen og Økonomen* 9/1977.
 J. Drud Hansen: »Hvorfor opstår kapitalgevinster?« og »Er kapitalgevinsterne inflationsdrivende?«, *Økonomi og Politik* 1976 nr. 2 og 3.
 J. Vibe Pedersen og Hans E. Zeuthen: »En note om inflationsgevinster og indkomstfordeling«, *Socials Tidsskrift* nr. 6-7, 1971.
 J. Vibe Pedersen og Hans E. Zeuthen: Kommentar i *Finanstidende* nr. 12 1974 og nr. 15 1975.
 Thomas Thomsen og Thorbjørn Waagstein: *Kapitalgevinsterne på privat fast ejendom i Danmark efter 1960 og deres betydning for samfundsøkonomien*, 1976 (stencileret).