

Skatterreform og ejerboligpriser: Drømme og realiteter

Jens Lunde

Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

SUMMARY: The paper discusses how capital income taxation affects the prices of owner-occupied houses. It is shown how a tax reform can induce significant changes in the prices of houses. This effect is much stronger than the effect on owner's liquidity. Especially, the recent work of a government appointed expert group on a new personal income tax reform, recommending lowered tax-rates and a broadening of the tax-base, is critically reviewed.

1. Udgangspunkt

Sjældent har en økonomisk problemstilling interesseret så brede lag som rentebeskatningens betydning for ejerboligpriserne. Den populistiske version af en forklaring: sænkningen af skattebesparelsen igennem fradragsretten for renter på lån (eller i en forvrøvlet formulering: reduktion af rentefradragsretten) er i bedste fald utilstrækkelig og i værste fald vildledende. Også mange økonomer har ladet sig fange heraf, senest Personskatteudvalget (1992).

Det er en glædelig nyskabelse, at Personskatteudvalget inddrager ejerboligmarkedet og udvalgets forslags konsekvenser for ejerboligpriserne så centralt i sin analyse. I rækken af skattebetænkninger har emnet været udeladt, måske grundet mangelfuld erkendelse, måske fordi det blev betragtet som kun »politisk« eller som en generende biomstændighed, man håbede at kunne tie væk. Personskatteudvalget foreslår skattesatsen for kapitalindkomst sænket til 40% og når frem til, at ejerboligpriserne derved maksimalt kan falde 5-6% og i bedste fald måske slet ikke. Mange finder måske et sådant prisfald beskedent, men selv dette fald ville forstærke solvensproblemerne iblandt boligejerne og øge tvangsauktionstallet. Uheldigvis er udvalgets beregnede ejerboligprisfald derudover fejlagtigt.

Problemstillingen er ikke speciel national. I den internationale »skattekonkurrence« har mange lande sænket selskabs- og indkomstskattesatserne, herunder for positiv og negativ kapitalindkomst m.v. Disse skatte»reformer« har øjensynlig mange steder været »antireformer« for ejerboligmarkedet (og har muligvis også reduceret de øvrige ejendomspriser, hvilket også Personskatteudvalgets samlede forslag vil gøre).

I USA er der foretaget en lang række analyser af deres 1986-skattereforms bolig- og ejendomsøkonomiske konsekvenser. Tilsvarende foreligger givetvis i mange andre lande.

Herhjemme har ingen tilsyneladende ofret ressourcer til systematiske studier af andre landes skattereformers konsekvenser for bolig- og ejendomsmarkedene. Finansministeriet har i sin årlige Finansredegørelse beskrevet nærtliggende landes regler for rentebeskatning, jfr. specielt (Finansministeriet, 1990), men redegørelsen indeholder ingen beskrivelser og analyser af konsekvenserne for landenes bolig- og ejendomsmarkeder.

At en »skattereform« med sænket kapitalindkomstskat får væsentlige konsekvenser for ejerboligpriserne, er ikke noget unikt dansk fænomen. Følgende fra en oversigtsartikel af Poterba bekræfter dette: »Finally, tax reform can induce significant changes in house prices. Since houses are the primary asset of most elderly households and many younger middleincome households,..... because asset prices are forward-looking and reflect the present value of changes in renter or homeowner costs, the revaluation effects fall on households who own homes when the tax reform takes effect. They are frequently an order of magnitude larger than the effects on current income and expenditure which are typically modelled in applied studies.« (Poterba 1990, pp. 3-4).

Et andet udgangspunkt er her taget i ejerboligmarkedets miserable udseende i disse år:

- realt fald i ejerboligpriserne på omkr. 30% siden 1986, efter at disse priser netop var retableret på et niveau, hvor et beskedent ejerboligbyggeri kunne tolkes, som at dette netop var blevet rentabelt.

- lille omsætning på 2/3 til 3/4 af en skønnet normalomsætning. Og heri indgår gensalg efter tvangsauktioner.

- et stort antal tvangsauktioner i 1980'ernes begyndelse og påny efter 1987, men det tal er nu gradvist faldende¹.

- boligejernes solvens var ifølge pressemeddelelse af 12. marts 1992 fra Lovmodelrådets sekretariat ikke forbedret i 1990. (Lunde, 1992).

2. Nulsumsspil og fravær af en indkomsteffekt

Ved en *skattereform* omlægges skattestrukturen, så skattestramninger, skattelettelser, nye skatter og ophævede skatter udligner hinanden provenumæssigt og da danner et »nulsumsspil«. Heroverfor står en *skatteletelse*, hvor en eller flere skatter lempes. Skattereformen i 1987 skulle have været en ren strukturreform med provenuneutralitet, men blev til en let skattestramning, bl.a. fordi lejeværdiskatten steg med indbygget forsinkelser (Skatteministeriet, 1992). Personskatteudvalget skulle ifølge kommissoriet udarbejde en mulig omlægning af skattestrukturen og opfatter selv sit forslag som provenuneutralt, da udvalget fremlægger et »fuldt finansieret« forslag.

1. Faldet skal desværre ses i sammenhæng med et »mørketal«: realkreditinstitutternes ambulancetjeneste, debitorpleje etc. fører ofte til »frivillige« salg før tvangsauktion eller til gældsnedskrivning, og sådanne salg m.v. synes at være i stigning, og da falder antallet af tvangsauktioner tilsvarende.

Som konsekvens af provenuneutraliteten må indkomsteffekterne ved en strukturreforms skattelettelser og -stramninger udligne hinanden totalt set. Efter sænkningen af skattesatsen for personlig indkomst må den øgede indkomst efter skat finansiere andre skatte- og afgiftbetalinger, ligesom skatter på virksomheder må blive overvæltet som lavere indkomst til ejere og beskæftigede. Totalt stiger indkomsten efter skat ikke, så efterspørgslen efter varer og tjenester – herunder boligforbrug – må forblive uforandret. Hvorvidt dele af befolkningen – fx ejere eller lejere – kan øge deres indkomst efter al skat og dermed forbruget på bekostning af andre grupper, og om dette netto kan ændre bolig efterspørgslen, er vanskeligt at vurdere, men vil næppe være af større omfang.

Personskatteudvalgets forslag indeholder visse »dynamiske effekter«, som vurderes at øge arbejdsuddrevet. Provenuskønnet herved er kun 3 mia. kr., så de har næppe større effekt på (ejer)boligefterspørgslen.

En egentlig skattelettelser med en sænkning af fx 22%-skatten og dermed af skattesatsen for kapitalindkomst vil også fordyre ejerboligforbruget relativt. Men samtidig øger skattelettelsens indkomsteffekt boligefterspørgslen og dermed også efterspørgslen efter ejerboliger. Den aktuelle diskussion angår virkningerne af en egentlig skattestrukturreform, og dér foreligger ingen indkomsteffekt.

3. Analysegrundlaget: udvalgets forslag – de forskellige skattesatser

– 1987-skattereformen, regeringsforslaget i »Planen« (Finansministeriet, 1989), det samtidige socialdemokratiske forslag »Gang i 90'erne« (Socialdemokratiet, 1989) og nu Personskatteudvalgets forslag har stor lighed i de elementer, der påvirker ejerboligmarkedet, nemlig en lavere skattesats for (negativ) kapitalindkomst. Det sidste forslag er lidt mere kompliceret, men er udgangspunktet for artiklen, der kun omhandler denne del af udvalgets forslag.

Personskatteudvalget foreslår, at *positiv* netto-kapitalindkomst (bl.a. renteindtægter og lejeværdi af egen bolig) beskattes som personlig indkomst. Personfradraget er 23.000 kr. Op til 100.000 kr. personlig indkomst plus positiv nettokapitalindkomst beskattes med 40% (i en »gennemsnits« kommune incl. kirkeskat). Fra 100.000 kr. og op til 230.000 er satsen 45%. Ud over de 230.000 kr. er satsen 60%. Den maksimale marginale skattesats er 58% excl. kirkeskat (det »skrå« skatteloft).

For negativ netto-kapitalindkomst foreslås skattesatsen at være 40%. Udvalget mener, at det ikke »vil være muligt at bringe proportional skatten af kapitalindkomst helt ned på niveau med selskabsskattesatsen uden at bryde med kommissoriets forudsætning om, at boligejernes samlede skattemæssige stilling ikke må forringes.« (PBS, p.25).

Udvalgets hovedbegrundelse for den asymmetriske beskatning af kapitalindkomst synes at være, at »det især (er) vigtigt for den samlede private nettoopsparing, at skatteværdien af fradraget for negativ kapitalindkomst ikke er for høj, hvorimod det er mindre vig-

Tabel 1. De totale aktiver og passiver i hovedgrupper for yngre boligejere, excl. selvstændige, og alle boligejere. 1988.

Mia. kr.	> 30 år	30-39 år	Alle
Boligformue	55,2	122,3	721,2
Finansielle aktiver	8,9	25,9	320,0
Gæld, realkredit	49,5	93,2	361,1
Anden pantebrevsgæld	5,9	12,2	45,8
Gæld, pengeinstitut	12,4	23,8	100,8
Anden gæld	1,7	4,0	22,3

Kilde: (Lunde, 1991).

tigt for opsparringstilbøjeligheden at nedbringe marginals-katten af positiv nettokapitalindkomst.« (PBS, p. 25).

Ejerboliger er ikke omfattet af udvalgets forslag til kapitalgevinstbeskatning.

Med asymmetrisk beskatning af kapitalindkomst vil boligejerne på et givet tidspunkt have vidt forskellige gennemsnitlige og marginale skattesatser for deres nettokapitalindkomst. Priserne på ejerboliger kunne dermed tænkes afpasset efter den skattesats, der typisk gælder for deres efterspørgere. I teorien kunne der findes markedssegmenter, domineret ud fra 58% skat² og andre segmenter ud fra 40% skat. (Prisen for den konkrete ejerbolig vil selvsagt ikke afhænge af skattesatsen hos den, der tilfældigvis bliver køberen.)

Ejerboligen købes typisk i de yngre år, også selv om der først købes en billigere bolig og sidenhen en dyrere. Det må derfor antages som udslagsgivende for ejerboligkøbet, hvad kapitalindkomstskattesatsen er i de yngre år, og dette gør udvalget da også implicit.

Boligkøber må nødvendigvis præstere en vis kontant udbetaling, der forinden må foreligge som likvid opsparring, hvis renter vil være beskattet med fra 40% til 58%, alt efter købers samlede indkomst. Selve ejerboligkøbet er sædvanligvis forbundet med låntagning på op mod 80-95% af ejerboligens værdi, og her bliver skattesatsen 40% relevant. Den vejede (gennemsnitlige) skattesats bliver derfor ikke meget over 40%. Samtidig vil køber ofte have optaget lån til bilkøb, studieformål etc. – En vis vejledning om de yngre boligejeres formuesammensætning kan findes i tabel 1.

Med alderen forbedres boligejernes egenkapital typisk. En boligejer med (forventede) fremtidige indkomster ud over 230.000 kr. må også vente, at hans gennemsnitlige skattesats vil vokse fra ca. 40% og op imod 58%. Udvalget ses ikke at have taget denne problemstilling op. Kan man da forvente, at boligkøberne indser den? Og selv om de indser effekten, vil de på købstidspunktet – især ved det første ejerboligkøb – stå foran en skattesats på tilnærmelsesvis 40%, og denne sats vil være den umiddelbart sikre for

2. Skattesatsen ville da ikke være ændret fra nu, og der ville selvfølgelig næppe opstå nogen som helst prisændringer på dette segment. Men dette ekstreme tilfælde må forekomme ret usandsynligt.

køber. Da midaldrende boligkøbere optræder relativt sjældent, vil deres højere gennemsnitlige skattesats næppe få nogen afgørende indflydelse på markedet (undtagen for de lidt dyrere boliger).

Der begås således næppe nogen større fejl ved at antage en skattesats på 40% som udslagsgivende for ejerboliginvesteringerne. Dette understøttes af, at den relevante skattesats for den marginale investering vil være ca. 40%.

4. Likviditetsproblemet

For den enkelte person/familie vil en skattereform kunne påvirke deres økonomi på mange punkter. Imidlertid er de ændringer, der isoleret er knyttet til besiddelsen og belåningen af ejerboligen, udslagsgivende for den potentielle ejerboligkøbers overvejelser og for ejerboligmarkedet. (Kun kapitalindkomst vedr. ejerboligen tages op her).

Likviditetsproblemet blev i forarbejderne til 1987-skattereformen alene analyseret igennem indkomsten efter skat og bolig. Personskatteudvalget analyserer likviditetsproblemet – eller »driftsproblemet« – direkte som: ydelsen efter skat på lån + lejeværdiskat – standardfradrag skatteværdi + ejendomsskat.

Likviditetsvirkningen vil være meget forskellig inden for gruppen af boligejere og kan endda have forskelligt fortegn. En boligejer med lån, hvis renteudgifter er større end lejeværdien af egen bolig vil komme ud for en likviditetsstramning. Denne stramning vokser med lånets og dets rentes størrelse. Inden for gruppen af boligejere rammer likviditetsstramningen særligt nye købere og ejere med nyoptagne lån.

En boligejer, hvis (eventuelle) renter på lån er mindre end lejeværdien af egen bolig, vil få stort set uændret likviditet, da de hidtil 52% – eller 58%-beskattede ud af positiv nettokapitalindkomst nu ville blive beskattet med 55-58%.

Et simpelt eksempel kan illustrere spændvidden i den mulige likviditetsstramning. En ejerbolig med ejendomsværdi 1 mill. kr. og lån med restgæld 900.000 til rente 10% p.a. ville i det første år få en likviditetsstramning (merskat) på 8.400 kr. ved sænkning af skattesatsen for negativ kapitalindkomst fra 52% til 40%.

Personskatteudvalget følger udviklingen i de reale ydelser efter skat for huse med lån optaget i forskellige år, senest i 1992, og frem til lånenes udløb. Den maksimale stigning nås i 1999, hvor udvalgets overgangsordning hører op. I 1992-priser (ved inflation 2,5% p.a.) er ydelsen da steget 300 kr. pr. måned (hus med købspris 800.000 kr. i 1992 og 90% belåning).

Udvalget har valgt en overraskende fremgangsmåde. Det afgørende må i stedet være den likviditetsstramning, en 1999-køber vil stå over for, og som vil påvirke vedkommendes købs- og finansieringsbeslutning. For det nævnte hus og med udvalgets lidt beskedne renteforudsætning bliver likviditetsstramningen således det første år på 6.864 kr./året eller 572 kr./måned.

Udvalget kunne med sin fremgangsmåde have valgt at udstrække overgangsperioden til lånenes udløb, og så havde udvalget fjernet likviditetsproblemet helt.

Som det korrigerede resultat viser, er likviditetsproblemet mindre påtrængende end det prisproblem, som opridses nedenfor, og hvis afgørende betydning allerede fremgik af Poterba's udsagn.

5. Afkastet ved investering i ejerbolig

Ejerboliger er som andre ejendomme reelt forrentede goder. Afkastet af en ejerbolig består derfor af et afkast ved boligens anvendelse til produktion af bolig tjenester i perioden plus af et værdistigningsafkast. Tilsvarende gælder for boligudlejnings- og erhvervs ejendomme.

Ved udlejning opnås en markedsbestemt prissætning af værdien af at anvende ejendommen i perioden (ved fravær af huslejeregulering). Ejerens værdisætning af at anvende sin ejendom selv må ske ud fra, hvad det havde kostet at leje en tilsvarende ejendom. Denne værdisætning af det løbende afkast må ske under hensyntagen til, hvad risikoen er på denne ejendomsinvestering.

En boligejer oppebærer således i hver periode t en bolig tjeneste (B_t) ved selv at bo i boligen. Herfra går drifts-, vedligeholdelses- og administrationsudgifter (incl. grundskyld) (C_t).

Samtidig opnår ejeren en værdistigning – regnet med fortegn – på ejerboligen, der svarer til prisstigningen på en ejendom af uændret kvalitet (p_{ej}) minus kvalitetsforringelsen som følge af slid og forældelse (q). Undlader ejeren at realisere sin værdistigning ved salg, vil bolig tjenesten den følgende periode stige med faktorer $(1 + p_{ej})$, men vil samtidig blive reduceret med faktoren $(1 - q)$. Perioden $(t + 1)$'s løbende afkast for ejerboliginvestor er følgelig før skat $(B_t - C_t) \cdot (1 + p_{ej}) \cdot (1 - q)$.

Ejerboliger er alene underlagt lejeværdiskat i modsætning til, at andre privatejede ejendomme er overskudsbeskattede. (Undtaget herfra er de private andelsboligforeninger, der ligesom boligselskaberne er fuldkommen fri for overskudsbeskatning). Denne lejeværdiskat er som hovedregel 2,5% af ejendommens værdien, der på langt sigt kan skønnes i gennemsnit at udgøre 90% af ejendommens (kontante) handelsværdi, (der ses her væk fra standardfradraget).

Med udgangspunkt i ejerboligens anskaffelsessum K_0 og ved at sætte alle andre elementer i C_t end lejeværdiskatten lig 0, dvs. operere med et nettokapitalafkast, bliver ejerboligens løbende afkast for periode t lig

$$K_0 \cdot (b_0 - 0,025 \cdot 0,9 \cdot T) \cdot (1 + p_{ej})^t \cdot (1 - q)^t \quad (1)$$

hvor K_0 er den kontante anskaffelsessum, b_0 er den procentuelle nettoboligtjeneste, og T er skattesatsen.

Når b_0 , T , p_{ej} og q udtrykker markedets forventninger og værdiansættelse, kan prisen K_0 , som ejerboligen erhverves til, udtrykkes ved nutidsværdien af det fremtidige afkast i de kommende (forventede) n perioder:

$$K_0 = \sum_{t=1}^n \frac{K_0 \cdot (b_0 - 0,025 \cdot 0,9 \cdot T) \cdot (1 + p_{ej})^t \cdot (1 - q)^t}{(1 + k \cdot (1 - T))^t} + \frac{K_n}{(1 + k \cdot (1 - T))^n} \quad (2)$$

hvor $k \cdot (1 - T)$ er kalkulationsrenten efter skat.

På tidspunkt n vil den forventede salgsspris K_n være købsprisen for en ny ejerboliginvestor og blive værdisat (tilsvarende K_0) som nutidsværdien på tidspunkt n af de fremtidige nettoboligtjenester. Der ses væk fra transaktionsomkostninger. Fortsættes denne investeringskæde kan (2) omformuleres til:

$$K_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{K_0 \cdot (b_0 - 0,025 \cdot 0,9 \cdot T) \cdot (1 + p_{ej})^t \cdot (1 - q)^t}{(1 + k \cdot (1 - T))^t} \quad (3)$$

Dette udtryk kan ved sammentrækning af den nominelle kalkulationsrente efter skat, ejendomsprisstigningstakten og afskrivningstakten til $(k \cdot (1 - T) - p_{ej} + q)$ og ved anvendelsen af formlen for kapitalisering af et evigtvarende afkast omformuleres til:

$$K_0 = \frac{(b_0 - 0,025 \cdot 0,9 \cdot T) \cdot K_0}{k \cdot (1 - T) - p_{ej} + q} \quad (4)$$

Den forventede prisstigningstakt for ejerboliger p_{ej} vil apriori vanskeligt kunne afvige fra den almindelige inflationstakt p . Hvis der apriori forventes en særlig kraftig prisstigning for ejerboliger ($p_{ej} > p$), måtte dette forventede merafkast formodes at blive kapitaliseret som højere ejerboligpriser nu, da investorerne ville være villige til at betale nu for det forventede merafkast. Dog kunne et sådant forventet merafkast tænkes realiseret, hvis det aktuelle løbende afkast er mindre end modsvarende markedets realrente (ved samme risiko), men i så fald bliver det på et tidspunkt rentabelt at opføre ejerboliger, og konkurrencen fra disse bremser da yderligere ejerboligprisstigninger.

Aktuelt gælder måske snarere omvendt, at det løbende afkast af en ejerboliginvestering er relativt stort i forhold til investeringen, og at den forventede prisstigning for ejerboliger er temmelig beskeden. Vurderinger af denne type får dog let et spekulativt islæt, hvorfor det også beregningsmæssigt fastholdes nedenfor, at den forventede prisstigningstakt for ejerboliger er lig den forventede inflationstakt.

Ud fra formel (4) kan »user cost« udledes, idet K_0 bortforkortes og p_{ej} erstattes af p , hvorved (netto)boligtjenesten fremkommer og er lig »user cost«:

$$b_0 = k \cdot (1 - T) - p + q + 0,025 \cdot 0,9 \cdot T \quad (5)$$

»User costs« udtrykker, hvad det koster at bo i en ejerbolig i en periode, og udtrykket mødes overalt i litteraturen, afpasset efter de nationale skattevilkår m.v., fx i (Poterba 1990).

På kort sigt fører en skattereform med ændret skattesats for kapitalindkomst næppe til, at de potentielle boligkøbere vil give mere end hidtil for at komme til at bo i ejerboligen. Derfor må boligtjenesten resp. »user costs« efter en skattereform være de samme som før. Denne forudsætning hviler dog på, at det generelt ikke er rentabelt at opføre ejerboliger, (og det sker da heller ikke i nævneværdigt omfang), idet et fald i nybyggeriet ellers kunne opsuge (evt. kun en del af) en skattereforms neddæmpning af ejerboligefterspørgslen.

Det er nu muligt v.h.a. formel (4) eller (5) at nå frem til, hvad ejerboligprisen skal falde til efter en skattereform for at opretholde uændret (netto)boligtjeneste eller »user costs«, nemlig ved at sætte værdien ved ny skattesats i forhold til værdien ved den hidtidige sats.

6. Ejerboligprisfald ved udvalgets forslag

Faldet i ejerboligpriseniveauet som konsekvens af en gennemførelse af udvalgets forslag til sænkning af skattesatsen for negativ kapitalindkomst fra (gennemsnitlig) 52% til 40% kan nu beregnes. Som yderligere beregningsforudsætninger vælges her:

nettoboligtjeneste: $b_0 = 8\%$ p.a.

inflationstakt: $p = 3\%$ p.a.

nedslidningstakt: $q = 1\%$ p.a.

og da der i udgangssituationen skal være konsistens, idet (4) bliver lig 1 efter bortforkortning af K_0 , bliver

kalkulationsrenten: $k = 18,396\%$ p.a.

Det bemærkes, at både boligtjenesten og kalkulationsrenten må indeholde et risikotilæg som udtryk for den risiko, der er forbundet med at investere i en ejerbolig. Det bemærkes også, at det – i overensstemmelse med Miller-Modigliani-resultaterne – er forudsat, at det er ligegyldigt for investeringens fordelagtighed, om den er finansieret med egen- eller med fremmedkapital.

Erstatter p fortsat p_{ej} , betegnes den nye skattesats T' , og forudsættes lejeværdiskatten at afhænge af den aktuelle ejendomsværdi, mens boligtjenesten forbliver uændret efter skattesækningen, kan (4) omformuleres til:

$$K_{0,T'} = \frac{b_0}{k \cdot (1 - T') - p + q + 0,025 \cdot 0,9 \cdot T'} \quad (6)$$

og under de anlagte forudsætninger bliver $K_{0,40} = 80,5\%$
dvs. et ejerboligprisfald på 19%.

Det må understreges, at et sådant resultat kun angiver en størrelsesorden. Andre forudsætningssæt fører til andre resultater. Især er ejerboligprisfaldet følsomt over for den forudsatte værdistigning ($p-q$). Øges denne fra 2% til 4%, bliver prisfaldet i stedet 23%, (idet k da er tilpasset via (4)). Sættes ($p-q$) i stedet til 1%, bliver prisfaldet 18%.

Ved anvendelse af »user costs« (fra (5)) ville resultaterne blive de helt samme. Også en beregning ud fra renteudgifterne på fremmedkapital plus renteudgifterne på egenkapitalen (dvs. den mistede rente ved at disponere over egenkapital) – de såkaldte vægtede kapitalomkostninger – ville give samme resultat.

Måske er den forudsatte skattesats på 40% mest diskutabel, jfr. afsnit 3. Desto højere anvendt skattesats, jo mindre bliver det beregnede ejerboligprisfald. Det er dog vanskeligt at forestille sig en forventet gennemsnitlig skattesats på meget over 40%, ligesom udvalget selv går ud fra denne sats.

Den beregnede prisfaldsvirkning for ejerboliger er en ren konsekvensberegning og er naturligvis ikke en prognose for, hvilken prisstigning der rent faktisk ville indtræde på markedet. I så fald måtte man inddrage ganske tunge tilpasningsmekanismer. På udbudssiden vil blandt de nuværende boligejere flere være blevet insolvente, denne generelt yngre ejergruppe vil have svage muligheder for at sælge boligen, og en øget del af disse ejere vil ved særlige økonomiske belastninger komme til at stå over for tvangsauktion. Dette vil i sig selv udstrække prisfaldsvirkningen – målt i de statistisk registrerede ejerboligpriser – over nogle år. De potentielle efterspørgere måtte desuden formodes i øget omfang at afvente både en bund i ejerboligpriserne og et yderligere »indgreb i rentefradragsretten«.

En konsekvensberegning som ovenfor kan siges at udgøre et centralt skøn over den virkning, en skattereform som foreslået ville få på ejerboligpriserne. Med støtte i det finansielle risikobegreb må det bemærkes, at det såvel kan komme til at gå bedre, som det kan komme til at gå værre end skønnet.

7. Udvalget og investeringsrelationen

Personskatteudvalget opstiller i et appendix (PBS, pp. 234-237) næsten tilsvarende relationer som (4) og (5). Dog indrager udvalget ikke nogen afskrivningstakt. I stedet indsættes et » m «, der reelt fører til samme resultat, men » m « er lig »gennemsnitlig ejendomsskattesats på samlet huspris«, hvilket må dække grundskylden. Udvalget når fak-

tisk også frem til i denne model, under noget andre renteforudsætninger m.v. end ovenfor, at dets reformforslag fører til et ejerboligprisfald på 18%.

Noget overraskende distancerer udvalget sig helt fra denne »model« (især pp. 204-206) med 5 centrale, men forkerte argumenter:

ad 1: Udvalget peger rigtigt på, at kun det kortsigtede prisfald findes v.h.j.a. ovenstående beregningsformel, men derudover (p.205): »vil det forhold, at huspriserne på længere sigt er forankrede af omkostningstrenden, allerede på det korte sigt lægge bund under de prisfald, man kan forestille sig.«

Da Tobin's Q^3 ifølge Finansredegørelsen (1991) var 0,8 ved udgangen af 1990 og ikke kan være forbedret siden, skal ejerboligpriserne altså stige 25% for at nå op på omkostningstrenden. Forventninger herom måtte da allerede indgå i de nuværende ejerboligpriser, og et yderligere ejerboligprisfald vil sænke Tobin's Q ekstra og reducere sandsynligheden for i nogen overskuelig fremtid at nå tilbage på omkostningstrenden⁴.

ad 2: Udvalget mener, at »det kortsigtede prisfald bliver betydeligt mindre« grundet udvalgets overgangsordning på 5 år. (p. 205).

Da boligkøberne ved, hvornår en overgangsordning vil være udløbet, vil ejerboligpriserne (i købekraft) principielt være faldet fuldt ud på dét tidspunkt, og dette prisfald kan de kun værne sig imod ved at købe til lavere priser nu. Det umiddelbare prisfald begrænses en anelse af, at køberne i overgangsperioden har lidt højere skattesatser, jfr. også (Lunde, 1992).

ad 3: »Modellen ovenfor er præsenteret som en helt naiv »fast første års ydelsesmodel«... »og tenderer groft at overvurdere det initiale prisfald«. (p. 205).

Både (4) og (5) ovenfor blev udledt ud fra traditionel investeringsteori. De empiriske resultater er beklageligvis yderst ubehagelige. Omtalen af en »første års ydelsesmodel« (hvad der ikke er tale om i investeringsmodellen) leder tanken mod »netto boligudgiften« i salgsoptillingerne ved ejerboligkøb. Det kunne med stor ret fremdrages, at denne nettoydelser er den potentielle købers information om, hvad skattesatsen betyder for udgifterne ved at bo i egen bolig. Nettoydelser stiger da også brat ved sænkning af skattesatsen for kapitalindkomst, men dette inddrager udvalget ikke før efter overgangsordningens udløb godt 5 år henne i ydelsesforløbet, jfr. nedenfor.

ad 4: I et fjerde argument (p. 205) viser udvalget i virkeligheden, at det ikke tager hensyn til boligejeres egenkapital i boligen, men kun til boligejeres lån. Dette fører til fejlkonklusioner, jfr. nedenfor.

3. Tobin's Q angiver forholdet mellem prisen på allerede opførte ejendomme og på nybyggede ejendomme (reproduktionsprisen), idet der så vidt muligt korrigeres for størrelses-, kvalitets- og aldersforskelle.

4. Tobin's Q kendes ikke med sikkerhed. Udvalget har imidlertid overtaget en estimation af Tobin's Q fra (Andersen, 1991), hvor Q var over 1 i 1990 og angives til nu ca. 0,94 i udvalgets rapport. Dette Q lader sig ikke fortolke ud fra den faktiske aktivitet i byggesektoren, herunder det tilnærmelsesvise fravær af ejerboligbyggeri. En nærmere diskussion vil føre for vidt her.

ad 5: »Anvendes modellen til analyse af 1987-skattereformen nås åbenbart urimelige resultater.«

Udvalget mener, at boligejerne før 1987 skulle have haft en skattesats på 73% og når i en lidt ironisk beregning frem til, at så skulle ejerboligpriserne være faldet 58% ud fra udvalgets investeringsmodel. Imidlertid lå den for ejerboligmarkedet relevante clearen-de skattesats før 1987 antagelig i intervallet 60-65%, dvs. en slags gennemsnit for alle boligejere under eet.

Sænkningen af skattesatsen for kapitalindkomst i 1987 var således af samme størrelsesorden som nu i udvalgets forslag og må have virket med tilsvarende styrke. Enfamiliehuspriserne er imidlertid reelt set faldet hele ca. 30% siden 1986, og ud over 1987-skattereformen må den generelle konjunkturafmatning, øget realrente m.m. indgå i årsagsbilledet. Kartoffelkuren i 1986 må også have begrænset ejerboligefterspørgslen. I den udstrækning, der blev handlet på »ydelser«, må de højere begyndelsesydelser på kurens mix-lån have affødt prisfald. I så fald må de senere muligheder for at optage 30-årige lån have øget ejerboligpriserne (eller konkret måske snarere have modvirket yderligere prisfald på ejerboligmarkedet). Nogen præcisere vurdering af 1987-reformen skal dog ikke forsøges her.

8. Udvalgets beregning af prisfaldet for ejerboliger

Personskatteudvalget gennemfører ialt 4 forskellige analyser af prisfaldet for ejerboliger ved gennemførelsen af dets skatteforslag. Den ene er den omtalte investerings- eller »user costs«-analyse med det nævnte resultat: 18% ejerboligprisfald.

Udvalget anvender to økonometriske modeller: ADAM-modellen og en »dynamisk tilpasningsmodel«, DTM-modellen, som alene har været brugt i (Andersen 1991). Tilsyneladende bindes resultaterne i modellerne til den nævnte Tobins Q og til modelleringen af ejerboligprisernes tilbagevenden til en »omkostningstrend«. Udvalget lægger tilsyneladende mindre vægt på resultaterne fra disse modeller, men viser dem alligevel: et prisfald på ejerboliger ifølge ADAM-modellen på 14,4% og ifølge DTM-modellen på 5-6%.

Hovedkilden til udvalgets vurdering af faldet i ejerboligpriserne ved gennemførelse af dets forslag sker ved opstilling af en nettoydelse, defineret som nettoydelsen efter skat på et realkreditlån plus lejeværdiskat minus standardfradrags skatteværdi. Realkreditlånet optages med provenu lig boligens anskaffelsessum, bærer påtrykt og effektiv rente 9% p.a. og løber i 30 år. Denne nettoydelse deflateres med en forudsat prisudvikling på 2,5% p.a.

Herefter beregnes de to ydelsesforløb efter 52% resp. 40%. Ved den 5 årige overgangsordnings udløb i 1999 (reformen sættes i gang i 1994) er afstanden maksimal imellem de to kurver, og prisfaldet skulle være 8% for at udligne denne forskel. Skal betalingerne gennem hele låneforløbet på dette 1994-lån være lige store ialt, har udvalget beregnet prisfaldet til 5-6%.

Beklageligvis er fremgangsmåden forkert. Det ses allerede af, at prisfaldet var blevet mindre, hvis beregningerne var foretaget for 20-årige lån eller med en længere overgangsperiode.

Den første fejl er, at når boligefterspørgerne i 1999 overvejer boligkøb ser de på nettoydelsen det første år (eller på en slags forventet »user cost«), og de træffer ikke deres købsbeslutning ud fra nettoydelsen 5 år henne i låneforløbet! Det første år får skattesænkningen imidlertid fuld gennemslagskraft på renten efter skat på det da optagne lån.

Den anden og lige så afgørende fejl er udvalgets manglende hensyntagen til egenkapitalen i ejerboligen. Denne egenkapital opbygges ved afdrag på lån og ved ejerboligens værdistigning. Egenkapitalen kan enten gøres likvid ved salg eller ved låntagning. Egenkapitalen ville kunne opnå et »pænt« afkast efter skat ved en alternativ og lige så risikabel placering – og boligtageren var da lejer.

Reelt har udvalget ved sin hovedmodel kun beregnet et prisfald for ejerboliger, der ville være nødvendigt for at eliminere likviditetsvirkningen for boligejerne af, at skattesatsen for kapitalindkomst sænkes fra 52% til 40% for en oprindeligt 100% belånt ejerbolig. Tilmed tager beregningen altså udgangspunkt i situationen efter 5 års ejerskab og låntagning. Prisfaldet skal altså være stærkere end 8% alene for at eliminere likviditetsproblemet umiddelbart efter et ejerboligkøb.

9. Markedets prisfaldsforventninger?

Personskatteudvalget anser det for »sandsynligt, at en del af det prisfald, der i de senere år er indtruffet på boligmarkedet, afspejler markedets forventninger til effekterne af en fremtidig skattereform« (p. 219) og bemærker også, at usikkerheden fører til et nedadgående pres på priserne.

Da øget usikkerhed manifesterer sig som et forøget risikotillæg i kalkulationsrenten k , opfanges denne effekt ved beregning af investeringens værdi og af » user costs«, jfr. (4) og (5) foran.

Det forekommer umiddelbart yderst vanskeligt at vurdere, hvilke forventninger til den fremtidige rente-, inflations- og skatteudvikling, der måtte ligge indbygget i ejerboligprisniveauet på et bestemt tidspunkt. Blev 1960'ernes og 1970'ernes boligejer-gunstige økonomisk-politiske forudsætninger fuldt kapitaliseret i ejerboligpriserne? Skulle ejerboligpriserne være steget endnu stærkere i 1983-86, hvis 1987-skattereformen ikke havde været i farvandet? For blot at nævne et par blandt mange spørgsmål.

Det er muligt, at enfamiliehusenes fortsatte prisstagnation i 1. kvartal 1992 og svage prisfald i 2. kvartal kan tilskrives udvalgets eksistens og den politiske diskussion om emnet. Men ligesåvel kunne årsagen findes i konjunkturudviklingen. Peter Erling Nielsen (1992)⁵ angiver det lige så sandsynlige forventningsbillede, at de politiske garantier for

5. Peter Erling Niensens hovedkonklusion i sit notat om udvalgets boligøkonomiske udredning er: »Meget synes at tale for, at prisfaldstendenserne af at gennemføre Udvalgets forslag bliver større end redegørelsen antyder.«

boligejernes vilkår, som blev udmøntet i udvalgets kommissorium, har dannet efterspørgers forventninger.

Det er i alle tilfælde ikke muligt at eftervise udvalgets konklusion: »at markedet i væsentligt omfang allerede har taget højde for konsekvenserne af en skattereform.« (p. 220). Specielt vanskeligt er det at vurdere årsagerne til ejerboligprisudviklingen mere detaljeret, da markedets omsætning ikke på noget tidspunkt er vendt tilbage til et normalt omsætningsmønster – omsætningshastigheder og omsatte mængder – siden kartoffelkuren og 1987-skattereformen. Dette skyldes også, at de mange insolvente boligejere ikke kan afstå deres ejerbolig og samtidig få kredit til at erhverve en anden ejerbolig.

10. Troværdighedsproblemet og kalkulationsrenten

Udvalget finder det nødvendigt, hvis prislejdet for ejerboliger skal begrænses, at »skattereformen og den fremtidige værdi af rentefradragsretten anses for troværdig og holdbar og derfor tilfulde lægges til grund for dispositionerne på ejerboligmarkedet« (p. 220).

Sandsynligheden for opfyldelsen heraf synes beskeden. 1987-skattereformens overgangsordning for negativ kapitalindkomst udløb først 1992. Inden da havde regeringen med »Planen«, Socialdemokratiet med »Gang i 90'erne« og også andre partier fremlagt forslag om lavere skattesatser for kapitalindkomst – eller om ingen rentefradragsret overhovedet.

Nu foreligger Personskatteudvalgets forslag. Blev det gennemført, ville forventningerne givetvis gå mod yderligere sænkning af skattesatsen for kapitalindkomst. Udvalget har selv allerede båret ved til dette bål ved at afstå fra at sænke skattesatsen for negativ kapitalindkomst ned til 34% under hensyntagen til boligejerne. Der er imidlertid ingen tvivl om, hvad udvalget gerne ville.

Gennemføres udvalgets forslag må en uundgåelig konsekvens være skabelse af forventninger om en yderligere sænkning af skattesatsen for negativ kapitalindkomst. Dette vil øge risikotillægget til kalkulationsrenten yderligere for ejerboliginvestorer.

11. Konklusion

Gennemførelsen af en skattereform med bl.a. en sænkning af skattesatsen for kapitalindkomst er selvsagt til politisk afgørelse. Det kan synes kedsommeligt og frustrerende, at hensyn til boligejerne – og især til ejerboligmarkedet – skulle ødelægge mulighederne for en mere hensigtsmæssig indretning af skattesystemet. Men dybest set er dette et resultat af tidligere årtiers skattepolitik, rentepolitik, boligpolitik og økonomisk politik.

Det er derfor meget vigtigt, at konsekvenserne af en skattereform – fx ifølge udvalgets forslag – er omhyggeligt og korrekt analyserede, herunder ikke mindst indflydelsen på ejerboligpriserne og ejernes solvens.

Det kunne synes urimeligt, at personskatteudvalgets betænkning politisk blev »skudt i sæk« under henvisning til boligejerne allerede før betænkningens offentliggørelse. Ved den lejlighed fremviste de involverede politikere imidlertid en afgørende beslutsomhed – og traf den rigtige beslutning.

Litteratur

- Andersen, Torben M. 1991. *80'ernes boligmarked – udvikling, påvirkning, konsekvenser og implikationer*. Realkreditrådet. Maj. Kbh.
- Finansministeriet, Budgetdepartementet. 1989. *Dansk økonomi i 90'erne. Planens baggrund og konsekvenser*. Maj. Kbh.
- Finansministeriet, Budgetdepartementet. 1990. *Finansredegørelse*. Februar. Kbh.
- Finansministeriet, Budgetdepartementet. 1991. *Finansredegørelse*. Juni. Kbh.
- Lunde, Jens. 1991. Boligejernes portefølje af aktiver og passiver. *Fagskrift for Bankvæsen*. Nr. 3, september, pp. 93-99.
- Lunde, Jens. 1992. *Overvejelser om mulige overgangsordninger – kompensationsordninger – kan løfterne til boligejerne opfyldes i en ny skattereform?* Kreditforeningen Danmark. Notat. Kbh.
- Nielsen, Peter Erling. 1992. *Skattereform, boligejere og det finansielle system – efter offentliggørelsen af Personskatteudvalgets rapport. 13. oktober*. Realkreditrådet. Notat. Kbh.
- (Personskatteudvalget). 1992. *Rapport fra Udvalget om personbeskatning II*. Oktober. Kbh.
- Poterba, James M. 1990. Taxation and Housing Markets: Preliminary Evidence on the Effects of Recent Tax Reforms. Working Paper No. 3270. National Bureau of Economic Research. February.
- Skatteministeriet. 1992. *Skattepolitisk redegørelse*. August. Kbh.
- Socialdemokratiet. (1989). *Gang i 90'erne*. Kbh.