



**TORFINN HARDING**  
Doktorgradsstipendiat ved Statistisk sentralbyrå/NTNU

**HAAKON O. AA. SOLHEIM**  
Forsker ved Statistisk sentralbyrå

## Mer – ikke mindre – skatt på bolig\*

Bolig har de ti siste årene vært et svært attraktivt investeringsobjekt sammenliknet med for eksempel aksjer. Bolig utgjør en dominerende del av husholdningenes formuer. Dagens skattesystem bidrar til å forsterke incentivene til å plassere penger i bolig. Skatteutvalget (NOU 2003:9) foreslår å øke beskatningen på egen bolig. Dagens situasjon med lave renter og vekst i boligprisene ville kunne begrense kostnadene knyttet til en slik omlegging. I stedet ønsker Regjeringen (St.meld. 29) å fjerne all beskatning av egen bolig. Dette vil stimulere til ytterligere formuesplasseringer i bolig.

Husholdningene holder, i Norge som i de fleste andre land, en betydelig andel av sin formue i bolig. Tar man utgangspunkt i SSBs husholdningsundersøkelse basert på selvangivelsesdata, men beregner bolig- og aksjeverdier til markedspris, finner man at i 2001 holdt den norske gjennomsnittshusholdningen 116 prosent av netto formue i bolig, 24 prosent i rentebærende papirer, og 15 prosent i aksjer. Gjeldsandelen blir med det 55 prosent av netto formue.

Boligandelen er med andre ord høy, mens aksjeandelen er lav. Denne fordelingen kan være vanskelig å forklare ut fra økonomisk teori. En vanlig hypotese i finansiell økonomi er at man får best avkastning ved å spre risiko. Det gjør man ved å investere i mange forskjellige objekter. Men

faktisk er det skjellig grunn til å tro at husholdningene opptrer rimelig rasjonelt i sin tilpasning.

Det er to primære årsaker til at husholdningene holder så mye av sin formue som boligkapital. For det første gir bolig en svært stabil avkastning. Denne avkastningen er kjent under betegnelsen «fordel ved egen bolig»; et mål på tjenestestrømmen boligen gir (se Økonomiske analyser 1/2004, s. 120-121, for en grundig drøfting av dette begrepet). For det andre er bolig langt lavere beskattet enn de fleste andre typer kapitalinvesteringer. Den reelle skatten på boliginvesteringer utgjør i gjennomsnitt 6 prosent av boligavkastningen.<sup>1</sup> Til sammenlikning beskattes andre kapitalavkastninger 28 prosent.

\* Vi vil gjerne takke Andreas Benedictow, Roger Bjørnstad, Ådne Cappelen, Torbjørn Eika, Håvard Hungnes, Jørn-Arne Jørgensen og Thor Olav Thoresen for nyttige kommentarer. Alle feil forblir våre egne. Oppfatninger i artikkelen er et uttrykk for forfatterens private synspunkter. Statistisk sentralbyrå står ikke ansvarlig for artikkelens innhold.

<sup>1</sup> Da ignorerer vi eiendomsskatt. Imidlertid er denne bare pålagt i noen kommuner, og satsene er dessuten lave.

To forslag har nå blitt satt frem for å endre denne beskatningen. Skatteutvalget foreslår å redusere forskjellesbeskatningen på finanskapital og boligkapital ved å stramme inn beskatning av bolig noe, blant annet ved å heve skatten på fordel ved egen bolig. Regjeringen foreslår derimot i sitt utkast til ny skattelov endring av motsatt karakter; de ønsker å fjerne all skatt på fordel ved egen bolig. Hva vil bli konsekvensene av disse to forslagene?

#### IMPLIKASJONER AV MINIMUM-VARIANSTEOREMET

For å si noe om dette tar vi utgangspunkt i minimum-variansteoremet. Antagelsen her er at investor bare vurderer sine investeringer ved å se på forventet avkastning og varians. Under denne antagelsen er det tilstrekkelig å kjenne forventet avkastning på investeringsobjektene, samt samvariasjonen mellom avkastningene på de forskjellige objektene for å bestemme hvilke objekter som skal inngå i en portefølje.

Dersom man kjenner forventet avkastning og varians, kan man beregne den portefølje som gir minst varians for hver mulig avkastningsrate. På denne bakgrunn kan vi spenne ut et sett av optimale porteføljer. Den teoretiske modellen legger imidlertid ingen begrensinger på hvorvidt man tar en positiv posisjon («gå long») eller negativ posisjon («gå short») i et objekt.<sup>2</sup> I praksis er det svært vanskelig for husholdninger å ta negative posisjoner i aksje- og boligmarkedet. Når man analyserer husholdningene, er det naturlig å vurdere optimale porteføljer med beskränkninger på muligheten til å selge objekter man ikke har (porteføljer med «short-salg begrensinger»).

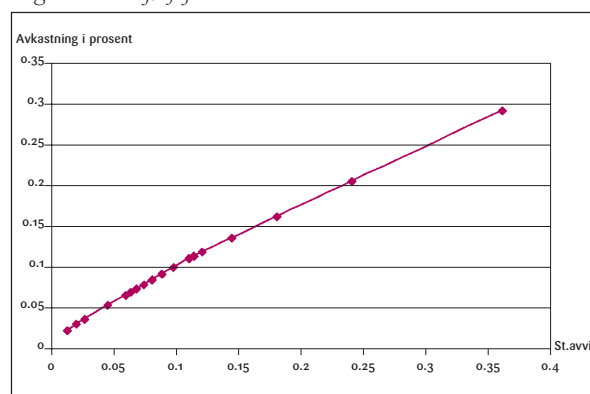
Husholdningens portefølje består primært av tre objekter (vi ser bort fra forsikringskrav): hus, aksjer og rentebærende papirer. Vi pålegger short-salg begrensinger på bolig- og aksjeinvesteringer. I rentebærende papirer kan husholdningene derimot «gå short» - de kan ta opp gjeld. Men siden renten på innskudd og gjeld er noe forskjellig, ser vi innskudd og gjeld som to separate objekter, med short-salg begrensing på innskudd, og motsatt begrensning på gjeld.

Vi bruker historisk avkastning (etter skatt) fra 1993-2002 til å beregne forventet avkastning og forventet kovariansmatrise. Avkastningen på aksjer er avkastning på Oslo Børs (inkl. dividende), mens avkastningen på bolig er prisendring pluss avkastning av boligkonsum (se under). Gjelds- og innskuddsrenter er hentet fra Norges Bank. Vi har en numerisk algoritme som, på grunnlag av forventet avkastning og kovarians, kan beregne optimale porteføljer.<sup>3</sup>

Vi finner at disse optimale porteføljene inneholder til dels betydelige andeler av bolig. I praksis gir nemlig en kombinasjon av bolig og gjeld nesten ubegrensede muligheter til å bestemme hvilken avkastning man skulle ønske, uten å måtte ta den risiko som er forbundet med aksjesparing. Bolig gir i snitt høyere avkastning enn gjeldsrentene. Ved å låne penger for å plassere i bolig kan man øke avkastningen på netto formue.<sup>4</sup>

Investor vil tilpasse seg der indifferenskurven tangerer settet av optimale porteføljer. Dersom investor har en nyttefunksjon med konstant relativ risikoaversjon (dvs. at porteføljeandelene er uavhengige av nivå på formue), vil helningen på kurven i tangeringspunktet være et mål på investors risikoaversjon. Tabell 1 viser porteføljeandeler for et sett av realistiske nivåer på risikoaversjon (fra 2 til 10). Den primære forskjellen mellom en «høyrisiko-» (lav risikoaversjon) og «lavrisikoportefølje» vil være gjeldsande-

Figur 1 Porteføljefront



<sup>2</sup> Man kan f.eks. «gå short» hvis man selger et objekt man ikke har i et forwardmarked. Dette er gunstig dersom objektet faller i pris fra i dag og frem til kontraktsdato på forwardkontrakten.

<sup>3</sup> Algoritme og numeriske beregninger er tilgjengelig fra forfatterne.

<sup>4</sup> En svakhet i denne analysen er at fordel av egen bolig må ventes å falle etter hvert som verdien av boligen kommer utover en viss størrelse. Dette vil imidlertid neppe være en begrensing når vi ser på den norske gjennomsnittshusholdningen. Det kan imidlertid forklare hvorfor rike holder en langt mindre prosentvis andel av bolig i sin portefølje enn husholdninger med midlere inntekter.

Tabell 1 *Porteføljeandeler (som prosent av netto formue) for forskjellige nivåer av risikoaversjon. Beregnet på grunnlag av avkastning etter skatt for perioden 1993-2002.*

Andeler av netto formue (rho = risikoaversjonsparameter)	Bolig	Aksjer	Rentebærende papir
rho=2	2.95	0.19	-2.14
rho=3	1.97	0.13	-1.10
rho=4	1.48	0.09	-0.58
rho=5	1.19	0.07	-0.26
rho=6	0.99	0.06	-0.06
rho=7	0.94	0.06	0.00
rho=8	0.92	0.05	0.03
rho=9	0.82	0.05	0.14
rho=10	0.74	0.04	0.22

len. Man tar risiko ved å gire sine investeringer; man låner for å investere. Tabellen viser at man, uavhengig av risikovillighet, bør investere mest i bolig. Selv de mest risikovillige bør investere over 10 ganger mer i bolig enn i aksjer.

Selve porteføljefronten, som kan illustreres ved hjelp av avkastning og varians for hver portefølje, er vist i figur 1. Porteføljefronten vil være stigende og konkav, hvilket reflekterer at jo mer man øker forventet avkastningen, desto mer øker kostnaden i form av høyere forventet standardavvik fra forventet avkastning. Når man ligger på porteføljefronten, vil høyere forventet avkastning alltid innebære høyere forventet risiko.

#### HVA FORKLARER DEN HØYE BOLIGANDELEN I DEN OPTIMALE PORTEFØLJEN?

Avkastningen før skatt av å eie bolig kan deles i to: Prisendringer og inntekt fra egen bolig. Førstnevnte er positiv hvis prisen på bolig er høyere ved salg enn ved kjøp. Denne delen av avkastningen har vært god de ti siste årene. Prisen på en gjennomsnittlig omsatt selveierbolig var for eksempel 2,2 ganger høyere i slutten av 2003 enn 10 år tidligere.<sup>5</sup> Det må imidlertid understrekes at det å bare se på aggregerte boligpristall undervurderer risikoen knyttet til boligplassering; verdien av en enkeltstående bolig varierer generelt mer enn boligindeksen.

Den andre komponenten i boligavkastningen er det som i selvangivelsen kalles «inntekt fra egen bolig», eller som

over er beskrevet som «fordel ved egen bolig». Dette er konsumgevinsten ved å eie egen bolig. Vi har analysert perioden 1993-2002, og prisgevinsten utgjør da i gjennomsnitt 60 prosent av boligavkastningen. Konsumavkastningen er likevel den viktigste grunnen til at bolig er et så attraktivt investeringsobjekt. Årsaken er at den praktisk talt ikke svinger, samtidig som den altså utgjør 40 prosent av boligavkastningen i vår periode.

Dessuten er, som beskrevet over, skatten på boliginvesteringer lav. Skatten består av tre elementer: skatt på inntekt av egen bolig, formuesskatt og eiendomsskatt.<sup>6</sup> Formuesskatt på bolig regnes ut fra likningsverdi (satt til maks 30 prosent av markedsverdi). Gevinst på salg av egen bolig er skattefri, dersom man har bodd i boligen i mer enn ett år. Skatt på fordel ved egen bolig er derimot 28 prosent. Men fordel ved egen bolig settes til mellom 2,5 (for likningsverdi under 491 000) og 5 prosent av likningsverdi (likningsverdi over 491 000). Dette innebærer et beløp rundt 1 prosent av markedsverdi. Til sammenlikning er gjennomsnittlig årlig leiepris omtrent 7 prosent av markedsverdi (Økonomiske analyser 1/2004, s. 121).

Den stabile konsumdelen av boligavkastningen og den lave skatten på bolig gjør at bolig blir et svært attraktivt investeringsobjekt. Fordi boligavkastningen i snitt er høyere enn gjeldsrentene, mens samvariasjonen mellom de to er relativt lav, kan man «skalere opp» egen avkastning ved å låne for å plassere penger i bolig.

<sup>5</sup> Boligprisindeksen til SSB, selveierboliger (<http://www.ssb.no/emner/08/02/30/bpi/>, Statistikkbanken).

<sup>6</sup> Dette gjelder noterte aksjer. For unoterte aksjer settes en likningstakst som normalt undervurderer faktisk verdi. Se for øvrig NOU 2003:9.

## PROBLEMER VED LAV BOLIGSKATT

Dersom det er et politisk mål at folk skal eie sin egen bolig, ser dette ut til å bli virkeliggjort i dagens system. Det kan også politisk argumenteres for at lav skatt på bolig er en god ide, nettopp fordi det kommer mange til gode og favner bredt. Dette høres ut som god politikk.

Men er det utelukkende positivt at bolig fordelsbeskattes? Man kan også argumentere for det motsatte. Boligkapitalen gir folk boligkonsum, men den bidrar ikke til produksjonsvirksomheter som kan gi verdiskapning over tid. Dette i motsetning til aksjer og obligasjoner; begge former for kapital som danner grunnlag for bedriftenes finansiering. Om aksjer kanskje ikke fremstår som et alternativ for forsiktige husholdninger, burde obligasjoner kunne tilby tilstrekkelig forutsigbarhet til å være et reelt alternativ til boliginvesteringer.

Videre kan den lave beskatningen på fordel av egen bolig føre til at husholdningene har for høyt konsum av bolig-tjenester. Boligkonsum er billig konsum, fordi skatten på slikt konsum er så lav. Det kan igjen gi overinvestering i bolig. Forskjeller i beskatning kan gi ineffisient allokering av ressurser.

Det kan også være betydelig risiko forbundet med at husholdningene har en ensidig porteføljesammensetning. Boligkjøp er en form for sparing. Over livsløpet kan det imidlertid variere hva en ønsker å bruke formuen sin til. Hvis en skal kjøpe noe annet enn bolig, f.eks. bruke penger spart som bidrag til pensjon, vil det redusere risikoen knyttet til avkastningen dersom midlene er plassert i flere aktiva.

Fordelingsmessig er det også grunn til å diskutere boligskatten. Den lave skatten gagnar dem som setter penger i bolig. Entreprenører, som tar risiko ved å sette penger i næringsprosjekter, eller mennesker som er kredittrasjonerte, og derfor faller utenfor boligmarkedet, får ikke ta del i denne fordelene.

## ENDRINGER I BOLIGSKATTEN

Skatteutvalget (NOU 2003:9) påpeker at bolig har lavere skatteprosent enn andre typer formue, slik som bankinnskudd og registrerte aksjer. Dette er uheldig ut fra et rent nøytralitetsprinsipp. Man vil forvente at for mye penger

investeres i de typer formue som har lav skatt. Videre finner Skatteutvalget at det virker lite fornuftig å ha høyere skatt på objekter som er svært mobile, enn på objekter som er lite mobile. Begge disse momentene trekker i retning av høyere skatt på boligformue, og lavere skatt på andre formuesobjekter. Konkret foreslår Skatteutvalget at likningsverdi av bolig skal settes til 30 prosent av markedsverdi,<sup>7</sup> og at inntekt fra egen bolig settes til 5 prosent av likningsverdi.

Regjeringens forslag til ny skattelov, offentliggjort i Stortingsmelding 29 (2003-2004), inneholder forslag om *lettelser* i boligbeskatningen. Regjeringen påpeker at dagens ordning med takst kan slå vilkårlig ut, og ønsker derfor å fjerne boligskatten helt. Samtidig åpner man riktignok for mer bruk av eiendomsskatt. Det er imidlertid grunn til å påpeke at eiendomsskatten til nå har ligget på svært lave nivåer. Hvorvidt økt eiendomsskatt vil bli innført, og når dette eventuelt vil skje, er høyst usikkert. Dessuten tilfaller eiendomsskatt kommunene, og beslutninger om innføring av slik skatt blir tatt på kommunalt nivå. Regjeringens forslag vil dermed redusere muligheten til å påvirke sammensetningen av kapitalbeholdningen i Norge gjennom *samordnede* nasjonale tiltak.

Vi kan gi indikasjoner på konsekvenser av endringer i skatteregime ved å bruke modellen som er skissert over. Vi velger å se på tilpasning under tre regimer: dagens skatteregime, et skatteregime uten noen skatt på bolig, og et skatteregime med Skatteutvalgets forslag om innstramning av boligbeskatningen. Vi analyserer tilpasning under disse tre skatteregimene for gitt risikoaversjon; vi regner med at investor har konstant risikoaversjon og vil tilpasse sin portefølje slik at denne blir uforandret. Beregningene er gjort for en risikoaversjon lik 4 (dette er den risikoaversjon som gir en portefølje som er mest lik porteføljen til den norske gjennomsnittshusholdningen).

Tabell 2 viser resultatene av analysen. Med dagens skatteregime vil man, ved risikoaversjon lik 4, ha et lån på 58 prosent av netto formue, og en boliginvestering på 148 prosent av netto formue. Fjerner man skatt på bolig fullstendig vil gjeldsandelen øke til 73 prosent, og boligandelen øke til 166. Øker man derimot beskatningen av bolig i henhold til Skatteutvalgets forslag, faller gjeldsandelen til 42 prosent, og boligandelen til 131.

<sup>7</sup> Stortinget har besluttet at likningsverdi av bolig ikke kan settes til mer enn 30 prosent av markedsverdi.

Tabell 2 *Porteføljeandeler (som prosent av netto formue) for gitt risikoaversjon under forskjellige forutsetninger om skatteregime. Målt ved risikoaversjon=4 (se tabell 1).*

Andeler av netto formue	Bolig	Aksjer	Rentebærende papir
Ingen boligskatt	1.66	0.07	-0.73
Dagens skatteregime	1.48	0.09	-0.58
Skatteutvalgets forslag	1.31	0.11	-0.42

Med andre ord indikerer modellen at høyere boligskatt vil kunne gi reduserte investeringer i bolig og lavere gjeldsandel. Investeringer i aksjer øker også noe. Lavere boligskatt vil gi motsatt virkning: Økt grad av opplåning, økt press på boligprisene, mindre interesse for aksjer og obligasjoner, og endelig fordelings effekter i favør av de som eier bolig.

I praksis antyder dette at selv en begrenset reduksjon i boligbeskatningen kan gi vesentlige effekter både på boligkonsum og gjeldsbelastning. Regjeringens forslag (her tolket som fjerning av all skatt på bolig) og Skatteutvalgets forslag vil ha omtrent tilsvarende effekter, bare med *omvendt* fortegn. Men hvilke effekter vil dette ha for norsk økonomi?

#### KONJUNKTUREFFEKTER OG TIMING AV SKATTEØKNING

Et fall i husholdningenes boliggetterspørsel kan bety et press nedover på boligprisene. Samtidig kan det gi et press oppover på aksjeprisene. Det er imidlertid viktig å huske to sentrale forskjeller mellom aksjemarkedet og boligmarkedet. For det første er husholdningenes posisjon på aksjemarkedet mye mindre dominerende enn i boligmarkedet. For det andre er aksjemarkedet åpent over landegrensene. Boligmarkedet er et lukket marked, og tilbudet av boliger er temmelig fast på kort sikt. Preiseffektene av en skatteomlegging må derfor ventes å være sterkere i boligmarkedet enn i aksjemarkedet.

En betydelig utfordring for norsk økonomi de nærmeste årene er utsiktene for finansiell stabilitet. Kredittilsynet varslet for eksempel i begynnelsen av mars 2004 at gjeldsoppbyggingen i husholdningene er rask. Lave renter øker muligheten til å øke graden av opplåning. Dette øker etterspørselen etter bolig, og kan skape et press på boligpriser.

Dersom rentenivået igjen skulle stige, kan et slikt prisnivå vise seg vanskelig å opprettholde. En kombinasjon av høy gjeldsandel og fallende boligpriser kan raskt forplan- te seg til tap i finansiell sektor. Å redusere boligbeskatningen nå vil ytterligere forsterke boliggetterspørselen, og dermed øke faren for finansiell ubalanse.

Derimot er dagens situasjon, med lave renter og stigende boligpriser, nettopp svært godt egnet for å gjennomføre den omlegging som Skatteutvalget foreslår. Skatteutvalgets forslag vil virke motsyklisk, og kunne bidra til å stabilisere boligmarkedet. En slik omlegging kan bidra til å opprettholde eller sågar styrke den finansielle stabiliteten i Norge, ved å stabilisere økende gjeldsandeler og hindre for sterk vekst i boligprisene. Dette i motsetning til forslag om å fjerne boligskatten, som har en sterkt medsyklisk karakter.

#### KONKLUSJON

Å redusere boligbeskatning synes uheldig. Skatlegging av bolig mer på linje med andre investeringsobjekter vil på lang sikt kunne føre til økt etterspørsel etter aksjer og obligasjoner, og dermed potensielt realisere flere lønnsomme investeringsprosjekter. Tidspunktet for å gjennomføre en slik endring er nå: Økt boligskatt balanserer uønskede effekter av lav rente og reduserer faren for finansiell ustabilitet.

#### REFERANSER:

Finansdepartementet (2004): Stortingsmelding 29 (2003-2004)

Skatteutvalget (2003): Forlag til endringer i skattesystemet, NOU 2003:9

Statistisk sentralbyrå (2004): «Økonomisk utsyn over året 2003», *Økonomiske analyser* 1/2004