

Boligmarkedet under inflation - et historisk tilbageblik

Ved Curt Liliegreen,
Boligøkonomisk Videncenter

Høj inflation er usædvanlig i
Danmark

Inflation har i bestemte perioder været en væsentlig udfordring i samfundsøkonomien. Nu er inflation dukket op igen som en realitet, vi tvinges til at forholde os til. Det gælder ikke mindst i forhold til boligmarkedet. Den unge generation har aldrig oplevet nævneværdig inflation, for vi skal hele 40 år tilbage i tiden til 1982 for at finde en inflation over 10%. For de lidt ældre er inflationen derimod et velkendt fænomen fra 1970'erne og 1980'erne, hvor vi så i alt fem år med en inflation over 10%, hvortil kom fire år, hvor inflationen lå mellem 9 og 10%.

Selv om den ældre generation kan nikke genkendende til inflationsproblemet, så har høj inflation historisk set været et sjældent fænomen i Danmark. I de sidste 120 år har der kun været 14 år, hvor inflationen nåede op på og over 10%. Dette var knyttet til helt ekstraordinære hændelser og er blevet påført os udefra.

Det usædvanlige i årene med høj dansk inflation kan ses i figuren ud fra de perioder, hvor den har optrådt. Historisk har inflation og krig hængt nøje sammen i Danmark. Samtidig har der typisk været stor nedgang i den økonomiske vækst. Krig og internationale konflikter fører til sammenbrud i handel og mangel på råvarer og materialer. Det kan udløse hamstring og sortbørshandel, og det offentlige kan blive tvunget

til at indføre rationering. Mange husker nok stadig, at der under den 1. oliekrise i vinteren 1973/74 blev indført "bilfrie søndage" med forbud mod privatkørsel.

Når man ser på disse perioders skadevirkning på samfundsøkonomien, så er inflationen mere et resultat af end selve årsagen til kriserne. Dette er helt anderledes end de lande, hvor der i nyere tid har været hyperinflation, såsom Venezuela og Zimbabwe med omfattende økonomisk kollaps og en katastrofal økonomisk politik. I sådanne lande kan inflationen nå et så ekstremt niveau, at priserne fordobles på under et døgn.

I starten af 2. verdenskrig i 1940 faldt nationalproduktet i Danmark realt med 15%. Perioder med høj inflation har i Danmark

hængt sammen med økonomisk stagnation, et fænomen økonomer betegner som "stagflation".

Før vi blev ramt af den nuværende inflation i sammenhæng med Corona-epidemiens eftervirkninger og krigen i Ukraine, havde Danmark oplevet fem perioder med høj inflation siden år 1900.

Under og efter 1. verdenskrig oplevede Danmark høj inflation på 15-19% fra 1915 til og med 1920.

I begyndelsen af 2. verdenskrig kom den høje inflation tilbage med 15-24% i 1940-41.

Korea-krigen løftede i 1950-51 på ny inflationen, der nåede op på knap 12% i 1951.

Efter hver af disse perioder med inflation kom der år med det modsatte, altså prisfald, som også kaldes deflation.

Der skulle gå 22 år efter Korea-krigens inflation, før vi i Danmark på ny skulle opleve høj inflation. Det blev i 1973 i forbindelse med den 1. oliekrise, og i 1974 nåede inflationen over 15%. Krisen blev udløst af OPEC-kartellet olieembargo mod de vestlige lande i fortsættelse af oktober-krigen i Mellemøsten.

Den 2. oliekrise startede i 1978-79 udløst af revolutionen i Iran og den følgende krig mellem Irak og Iran fra 1980. Dette var medvirkende til at give en lang sammenhængende periode fra 1973-82 med høj inflation i Danmark, hvor inflationen årligt lå på mindst 9%.

Efterfølgende har der i Danmark været en tendens til at give den daværende socialdemokratiske regering ansvaret for inflationen, der forklares med en øko-



Foto: John Svendsen

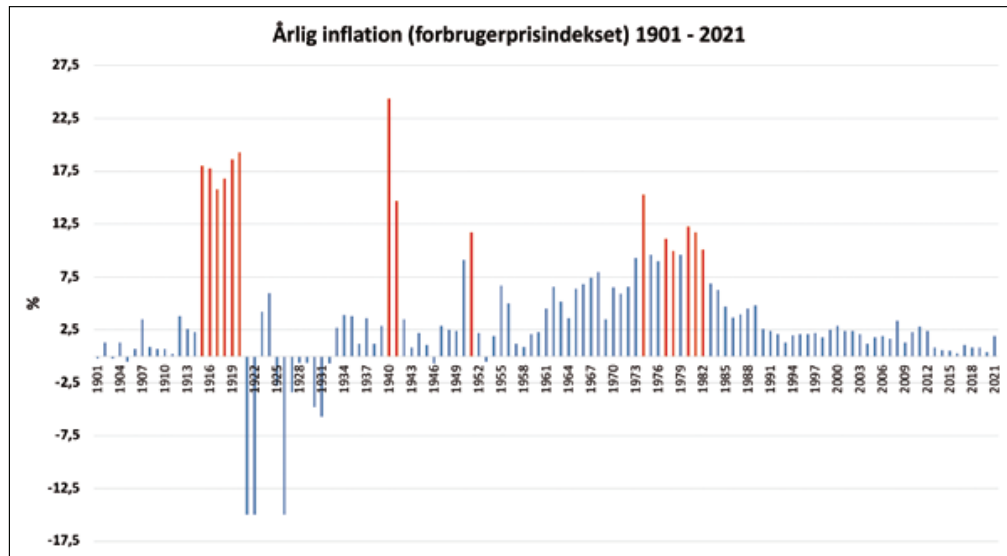
nomisk politik med opbygning af underskud på centrale økonomiske balancer og tab af international konkurrenceevne. Det er her værd at bemærke, at EU-landene som helhed oplevede en stort set tilsvarende inflation som Danmark i perioden. I starten af 1980'erne lå Danmarks inflation på niveau med Sverige og Frankrigs. Det var højere end inflationen i lande som Tyskland og Holland, men lavere end i Spanien og Italien. I det meste af perioden lå den danske inflation også markant lavere end Storbritanniens. Stærkt forenklet var alle lande udsat for de samme energiprisstigninger og mange lande førte den samme type af økonomisk politik. Inflationen blev derfor en fælles oplevelse i Europa og USA.

Der var imidlertid det væsentlige problem, at den danske inflation var højere end inflationen hos den vigtige handelspartner Tyskland. Den danske krone måtte som følge heraf ned i kurs, hvilket virkede yderligere inflationsdrivende. Problemerne i forholdet til Tyskland kunne ses i det voksende rentespænd mellem de to lande, hvor Danmark i starten af 1980'erne nåede op på en merrente på 10 procentpoint. Samtidig opbyggede Danmark et ekstraordinært stort underskud på de offentlige finanser. Rentesaften, som man skulle betale på statsgælden, var højere end

vækstraten i beskatningsgrundlaget, og derfor kunne Danmark se frem til en periode med stigende skattetryk. Det var situationen, som man døbte "afgrunden".

Inflationen har sat dybe og varige spor på boligmarkedet. Den forholdsvis restriktive huslejeregulering i Danmark har oprindelse i de to verdenskrige, hvor man greb ind i 1916 og igen i 1939. Vi lever den dag i dag fortsat med en høj grad af regulering på udlejningsmarkedet. Indgrebene begrænsede mulighederne for opsigelse og adgangen til husleje-forhøjelser. Under 2. verdenskrig indførte man et huslejestop, der blev forlænget 15 gange helt frem til 1951.

I nyere tid har udfordringen for boligmarkedet med inflationen været, at den blev indregnet i renten. Den høje rente skabte en indgangsbarriere på boligmarkedet, og vanskeliggjorde blandt andet udlejning af nybyggede almene boliger. Begyndelseshuslejen blev for høj, og så var almene boliger ikke konkurrencedygtige i forhold til de regulerede, ældre private udlejningsboliger eller ejerboligerne med deres skattefordele. Det har været et tilbagevendende problem i nyere dansk boligpolitik. Det medførte i 1982 introduktionen af såkaldte indeksobligationer til finansiering af almene boliger og støttede andelsboliger.



Kilde: Danmarks Statistik

Inflation og rente medfører "vandgrødseffekt" for boligkøbere

Ved Curt Liliegreen,
Boligøkonomisk Videncenter

I 1970'erne og 1980'ernes start var inflationen høj i en længere sammenhængende periode, og det pressede renten op i et særdeles højt niveau. I begyndelsen af 1980'erne lå realkreditrenten på 20%. På dette tidspunkt kom ejerboligmarkedet ud i en krise med store prisfald, når man korrigerer for inflation. Men mange vil nok undre sig i dag over, hvordan ejerboligmarkedet kunne klare sig frem til da, når man tænker på en realkreditrente der typisk lå på 12-15% i årene forud.

Uden at gå i dybden med økonomisk teori, og noget populariseret, så er der en sammenhæng mellem inflation og rente. Realrenten – det afkast som ejeren af en obligation får når vi renser inflationen ud – kan beskrives som:

Realrente = nominel rente – den forventede inflationstakt

Det er altså ikke den øjeblikkelige inflation, men derimod den inflation som investor forventer, at der vil være fremover, som er afgørende. Selvfølgelig kan markedet ikke forudsige inflationen med 100% sikkerhed, især ikke da høj inflation, som vi har set i det foregående, typisk optræder i forbindelser med hændelser som krige. Derfor kan man tillægge en risikopræmie på højre side af lighedstegnet i udtrykket ovenfor. Man kan blot sammenligne med den nuværende situation, hvor ingen centralbanker forudså størrelsen og varigheden af inflationen.

Hvis inflationen stiger forbi-

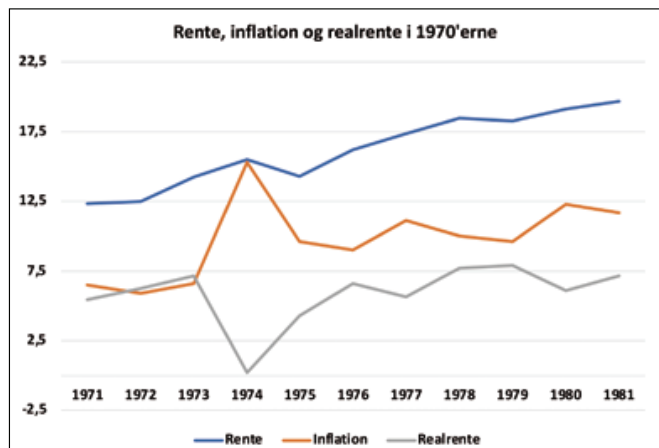
gående, så vil det ikke nødvendigvis give sig udslag i krav om en tilsvarende højere nominel rente. Investor vil forvente, at der fremover fortsat kan opretholdes et givent reelt afkast, såfremt inflationen hurtigt falder tilbage til niveauet fra før stigningen. Det er lidt den situation, vi har nu, hvor renten nok stiger, men slet ikke svarende til stigningen i inflationen. Markedet forventer, at inflationen falder tilbage igen efter 2023.

For en boligejer er det nok så relevant, at der også er en skatteværdi af renteudgifterne. Den skatteværdi er i dag forholdsvis beskeden, men skatteværdien var markant højere før skattereformen i 1987. Det havde især stor værdi for boligejerne, fordi renten var høj. Rentefradragsret er selv sagt mere værdifuld, når renten er 20%, end når den er 0,5%. Når ejerboligmarkedet kunne boome

helt frem til kriseårene omkring 1980, så var det fordi rentefradragsretten mildnede effekten af den høje rente. Samtidig havde man i modsætning til i dag lønstigninger, der var højere end inflationen, så man årligt opnåede en betydelig realloønsfremgang frem til midten af 1970'erne. I perioden 1960 – 1987 havde man endda en indbygget garanti for lønmodtagernes realloøn i form af den såkaldte "dyrtidsregulering", hvor stigende inflation automatisk udløste lønstigninger. Systemet var selvfølgelig ikke holdbart i længden, men det forklarer, hvorfor ejerboligmarkedet åre efter-år kunne udvise fremgang trods det høje renteniveau.

For boligejeren er det relevante rentebegreb når renternes skatteværdi indregnes:

Realrente efter skat = nominel rente * (1 - t) - inflationstakten



Anm.: Kilde Danmarks Statistik. Den forventede inflation er sat lig med den faktiske, udtrykt ved forbrugerprisindeksets stigning. Renten er den effektive rente på "almindelig realkredit", 10 pct.

Hvor t er skatteværdien af rentebetalingerne. Denne skatteværdi er i dag ens for boligejere, men tidligere var den højest for personer med stor indkomst. Det skyldtes, at man havde rentefradragsret, hvor man trækker renten fra i den personlige indkomst. I dag betragtes renten som negativ kapitalindkomst, og skatteværdien er derfor lig med skattesatsen for kapitalindkomst og ikke den høje skat på personindkomst. Derfor kunne skatteværdien af rentefradraget før i tiden blive lige så høj som den marginale personskattesats. Skatteværdien af rentefradraget kulminerede i 1984-86 med op til 73,3 – 73,6% for personer med over 10.000 kr. i renteudgift beliggende i den øverste 5% indkomstgruppe. Når man betalte en krone i rente, så fik man altså en skatterabat på 73 øre, så den virkelige udgift endte på 27 øre. Og de 27 øre blev mindre og mindre værd som årene gik, fordi den høje inflation udhulede værdien af dem.

For de, der havde råd, var det en tilskyndelse til øget gældssætning, altså at købe et så dyrt hus som muligt og at tillægsbelåne enhver værdistigning på ejerboligen. Realrenten efter skat var negativ for boligejeren i slutningen af 1970'erne. Den var faktisk lavere, end da renten under Corona-pandemien blev "historisk lav" i 2020. For i 2020 var skatteværdien af renterne reduceret til kun 33% og inflationen var blot 0,4%.

Denne incitamentsstruktur kunne accepteres politisk, så længe der var behov for et omfattende nybyggeri, sådan som der var i 1970'erne. Men når samfundet udvikler alvorlige balanceproble-

mer, og i takt med at boligmarkedet blev reduceret, var det uholdbart. Med skattereformen, der trådte i kraft 1. januar 1987, blev der taget et første opgør med de meget høje skatteværdier af renteudgifterne.

Mens renten var høj – om end realrenten efter skat var negativ – måtte man som boligejer lære at leve med den store likviditetsbelastning, som det at købe en bolig var dengang i de første år. Når man først havde siddet i boligen i nogle år, var det ikke længere et problem. Sætter vi den årlige stigning i lønningerne til 7%, så er lønnen fordoblet på 10 år. Så betyder en termin i faste kroner ikke så meget længere. Førstegangskøberen har imidlertid et problem på den korte bane, og må skære ned på privatforbruget i de første år. Spøgefuldt sagde man, at man måtte leve af vandgrød. Det er nok en ret, der er gået i glemmebogen, men det var typisk dansk fattigmandskost for 100 år siden bestående af byggryn eller havregryn kogt på vand. Førstegangskøberen måtte altså spænde livremmen ind og spise billigt, men år for år steg hans løn mærkbart, mens terminen var fast. Efter et stykke tid blev der råd til "rødvin og bøffer". Boligkøberen kunne endda opnå en kapitalgevinst, fordi boligpriserne steg lige frem til den store korrektion omkring 1980. Denne proces med de første svære år fremkaldt af renten kaldte man for "vandgrødseffekten". Det er nok uforståeligt for unge i dag, der kun kender til lav og ikke høj rente, og som er vokset op i et lavinflationssamfund.

Problemet for boligkøberen

var altså ikke den samlede række af terminsbetalinger, men derimod tidsprofilen for betalingerne. Renset for inflation betalte boligkøberne en høj startydelse, men en meget lav ydelse mod slutningen af lånets løbetid.

I 1981 var medianværdien af renternes skatteværdi på 57%, for de boligejere, der havde nævneværdig gæld. I det år var den effektive rente 19,69%, og inflationen 11,7%. Realrenten efter skat blev dermed på intet mindre end minus 7,3%. På det tidspunkt var festen på boligmarkedet dog omsider forbi. I Danmark såvel som internationalt befandt man sig i lavkonjunktur. Den høje rente pressede investeringerne ned, der var arbejdsløshed og statslige underskud, samt i en række lande, herunder Danmark, også betalingsbalanceunderskud.

For at sætte den negative realrente dengang i relief kan den sammenlignes med 2020. Realrenten efter skat var i 2020 0,1%, med en skatteværdi af renten på 33%, inflation på 0,4% og den lange rente på 0,75%. Godt nok var renten i 2020 "historisk lav", men i realiteten var det billigere at låne 40 år før.

Det private byggeri og byggebeskæftigelsen dykkede kraftigt i slutningen af 1970'erne. Det var med til at lægge pres på for at skaffe en løsning på de høje renter. Den løsning, man søgte efter, var en rent teknisk håndtering i form af nye alternative finansieringsformer, kaldet indeksobligationer. Det ses der på i den tredje og sidste artikel i denne række af artikler om inflationen, der bringes i næste nummer.