



**NORGES HANDELSHØYSKOLE**

**Bergen, våren 2011**

**Utredning i fordypningsområdet: Finansiell økonomi**

**Veileder: Professor Knut Kristian Aase**

# **SPAREFORMERS UTVIKLING PÅ 2000-TALLET**

av

**Cathrine Lund og Vegar Løland**

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## **Forord**

Denne utredningen avslutter våre masterstudier i finansiell økonomi ved Norges Handelshøyskole, våren 2011. Bakgrunnen for vårt valg av tema er vår felles interesse for forskjellige spareformer og deres egenskaper. Gjennom forelesning i Personlig Økonomi (FIE432) ble denne interessen vekket for første gang. Personlig Økonomi gav oss innsikt i de praktiske forholdene med sparing, som avkastning, risiko og skatt. I Langsiktig Makroøkonomisk Analyse (FIE421) fikk vi et mer samfunnsøkonomisk perspektiv på sparing, med politiske og demografiske endringers påvirkning over et lengre tidsrom. Siden har vi utforsket emnet ytterligere og til slutt kommet frem til temaet for vår oppgave: Spareformers utvikling på 2000-tallet.

Til tider har det vært svært vanskelig å skaffe informasjon og historiske data. Dette betyr at utregningene våre i all hovedsak er basert på gjennomsnittlige tall. Utregningene er mer veiledende enn presise, og er ment for å skape et visst inntrykk av hvordan situasjonen har endret seg. Det var vanskeligere å få oversikt over endringene til de forskjellige spareformene enn vi først antok. Vi har jobbet mye med å strukturere oppgaven slik at leseren skal få best mulig oversikt over de ulike elementene.

Vi vil takke Professor Knut Kristian Aase ved Norges Handelshøyskole for god veiledning i arbeidet med oppgaven. Vi vil også takke biblioteket ved høyskolen for deres positive innstilling og hjelpsomhet. Til sist vil vi takke de bankene vi kontaktet som oppga historiske data, spesielt Sparebanken Sogn og Fjordane som var ekstra behjelpelig.

Bergen 26.05.2011

Cathrine Lund

Vegar Løland

## **Sammendrag**

I denne utredningen har vi sett på de fire spareformene vi følte hadde størst fokus i 'Personlig Økonomi': banksparing, eiendomsparing, aksje- og fondsparing og forsikringsbasert sparing. Vi har diskutert disse ut fra sentrale sparekriterier gjennomgått i boken *Personlig økonomi 2008* av Boye et al. (2008), særlig avkastning, risiko og skatt. Vi har sett på hvordan dette har utviklet seg i løpet av 2000-tallets første tiår. Deretter har vi forsøkt å belyse dette ved hjelp av utregninger på effektiv avkastning.

Innledningsvis har vi sett på sparing generelt og presentert sparekriteriene Boye et al. (2008) anser som de viktigste ved valg av spareform. Vi har også kort gjort kort rede for hvilken rolle skatt spiller for sparing. Deretter har vi, for å sette utviklingen i hver enkelt spareform i en større sammenheng, sett på den generelle økonomiske utviklingen på 2000-tallet. I hoveddelen av oppgaven har vi beskrevet våre fire valgte spareformer ut fra de tidligere nevnte sentrale sparekriteriene, og vi har sett på hvilken rolle endringer på 2000-tallet har spilt. Vi konkluderer deretter for hver spareform med fokus på avkastning og en veiledende utregning av hvordan denne har utviklet seg. Til slutt konkluderer og oppsummerer vi for alle spareformene sett under ett.

## Innholdsfortegnelse

<b>Forord</b> .....	<b>2</b>
<b>Sammendrag</b> .....	<b>3</b>
<b>1 Introduksjon til sparing</b> .....	<b>7</b>
<b>2 Kriterier ved valg av spareform</b> .....	<b>10</b>
2.1 Avkastning .....	10
2.2 Risiko .....	11
2.3 Skatt.....	12
2.3.1 Skatt på alminnelig inntekt.....	12
2.3.2 Formuesbeskatning .....	12
2.4 Krav til oppfølging.....	14
2.5 Andre faktorer .....	14
<b>3 Økonomiske trender 2000-tallet</b> .....	<b>15</b>
<b>4 Sparing i bank generelt</b> .....	<b>19</b>
4.1 Hva bestemmer renten?.....	19
4.2 Typer av banksparing .....	21
4.2.1 Høyrentekonto.....	21
4.2.2 Fastrenteinnskudd.....	21
4.2.3 BSU .....	22
4.3 Avkastning .....	23
4.4 Risiko .....	23
4.5 Skatt.....	24
4.6 Krav til oppfølging.....	24
<b>5 Banksparing på 2000-tallet</b> .....	<b>25</b>
5.1 Avkastning .....	25
5.1.1 Norges Banks styringsrente.....	25
5.1.2 NIBOR .....	27
5.1.3 Bankenes innskuddsrente.....	27
5.2 Risiko .....	29
5.3 Skatt.....	30
5.4 Krav til oppfølging.....	30
5.5 Oppsummering: Banksparing på 2000-tallet.....	30
<b>6 Sparing i eiendom generelt</b> .....	<b>31</b>
6.1 Avkastning .....	31

6.2	Risiko .....	33
6.3	Skatt.....	34
6.4	Krav til oppfølging.....	35
<b>7</b>	<b>Eiendomssparing på 2000-tallet .....</b>	<b>37</b>
7.1	Avkastning .....	37
7.2	Risiko .....	41
7.3	Skatt.....	42
7.4	Krav til oppfølging.....	43
7.5	Oppsummering: Eiendomssparing på 2000-tallet.....	43
<b>8</b>	<b>Sparing i aksjer og fond generelt .....</b>	<b>44</b>
8.1	Porteføljeteori .....	44
8.2	Fond.....	45
8.2.1	<i>Aksjefond</i> .....	46
8.2.2	<i>Rentefond</i> .....	47
8.2.3	<i>Kombinasjonsfond</i> .....	47
8.3	Avkastning .....	48
8.4	Risiko .....	48
8.5	Skatt.....	51
8.6	Krav til oppfølging.....	52
<b>9</b>	<b>Aksje- og fondssparing på 2000-tallet.....</b>	<b>54</b>
9.1	Avkastning .....	54
9.2	Risiko .....	56
9.3	Skatt.....	57
9.4	Krav til oppfølging.....	58
9.5	Oppsummering: Aksje- og fondssparing på 2000-tallet.....	58
<b>10</b>	<b>Forsikringsbasert sparing generelt .....</b>	<b>59</b>
10.1	Livrente.....	61
10.1.1	<i>Avkastning</i> .....	62
10.1.2	<i>Risiko</i> .....	63
10.1.3	<i>Skatt</i> .....	63
10.1.4	<i>Krav til oppfølging</i> .....	63
10.2	Individuell pensjonssparing.....	64
10.2.1	<i>Avkastning</i> .....	65
10.2.2	<i>Risiko</i> .....	65

10.2.3	Skatt.....	65
10.2.4	Krav til oppfølging .....	66
<b>11</b>	<b>Forsikringsbasert sparing på 2000-tallet.....</b>	<b>67</b>
11.1	Livrente.....	67
11.1.1	Avkastning .....	67
11.1.2	Risiko.....	67
11.1.3	Skatt.....	68
11.1.4	Krav til oppfølging .....	69
11.1.4	Oppsummering: Livrente på 2000-tallet.....	69
11.2	Individuell pensjonssparing .....	69
11.2.1	Avkastning .....	71
11.2.2	Risiko.....	71
11.2.3	Skatt.....	71
11.2.4	Krav til oppfølging .....	71
11.2.5	Oppsummering: Individuell pensjonssparing på 2000-tallet.....	72
<b>12</b>	<b>Eksemplifisering .....</b>	<b>73</b>
12.1	Sparing i bank- et eksempel .....	73
12.2	Eiendomssparing – et eksempel.....	74
12.3	Sparing i aksjer og fond – et eksempel.....	79
12.3.1	Aksjefondet DnB Nor SMB .....	80
12.3.2	Obligasjonsfondet Alfred Berg Lang Obligasjon.....	81
12.3.3	Holberg Likviditet.....	82
12.4	Forsikringsbasert sparing – et eksempel .....	84
12.4.1	Livrente .....	84
12.4.2	Individuell pensjonssparing .....	85
12.5	Oppsummering av eksemplifisering .....	86
<b>13</b>	<b>Oppsummering .....</b>	<b>87</b>
<b>14</b>	<b>Referanser .....</b>	<b>89</b>
<b>15</b>	<b>Vedlegg.....</b>	<b>94</b>

## **1 Introduksjon til sparing**

Sparing blir av Romer (2001) definert som fremtidig konsum. En undersøkelse gjort av DnB Nor i 2010 viser at de aller fleste nordmenn ser på banksparing som viktigste spareform. En annen måte å se på sparing er imidlertid å sette likhetstegn mellom sparing og investering. Altså er sparing alle pengene man setter i banken, investerer i verdipapirer, setter i bolig osv. Det kan i noen tilfeller være vrient å se hvor grensen går mellom investering og konsum, som ved varige forbruksgoder. Likevel er sparing et greit begrep de fleste har et forhold til.

Motivene for sparing er mange. Sparing for konsumglatting er ett av disse, og resulterer i et ønske om å separere opptjening fra forbruk for å oppnå konstant konsum. Ideen om konsumglatting ble for alvor introdusert i Modiglianis livssyklushypotese og Friedmans permanentinntektsmodell på 1950-tallet. Disse modellene vil vi diskutere mer senere i avsnittet. Inntektsprofilen til de aller fleste i Norge er ganske lik. I startfasen av livet tjener man lite eller ingenting. Sommerjobber eller jobbing på kveldstid kan i ungdomsårene spe på inntekten noe, men ikke i betydelig grad hos de aller fleste. Deretter begynner man kanskje å studere, og man vil trenge å låne penger for å kunne tilfredsstille i minste fall sine primærbehov. Inntjeningen man har fra man er ferdig med å studere og til man pensjonerer seg, er den som i bunn og grunn skal gjøre det mulig å konsumere goder resten av livet. Om man stifter familie i starten av denne perioden vil man oppleve en ytterligere økning i gjelden. Kanskje er bare ett familiemedlem i jobb, far eller mor, og man må få ting til å gå rundt med kun én inntekt. Er man ekstra uheldig kan man oppleve at den innteksbringende parten i familien faller i fra. I familier med små barn kan det derfor være svært fordelaktig å tegne livsforsikring og gjerne også uføreforsikring. På den måten vil man kunne forsikre seg om at man har råd til å gi barna det de trenger i oppveksten.

Måten man enklest kan separere inntektsprofilen fra forbruksprofilen er ved hjelp av positiv sparing og negativ sparing (i form av lån). Den negative sparingen kommer først og fremst i form av studielån, boliglån og lignende. Den mest tradisjonelle positive sparingen er sparing til pensjonisttilværelsen, enten via obligatorisk pensjonssparing eller tilleggssparing. De fleste spareplaner er lagt opp slik at man investerer mer risikabelt som ung, og faser over i sikrere spareformer etter hvert som man blir eldre. I tillegg til sparing for konsumglatting

velger enkelte å spare for å ha noe å kunne gi i arv, såkalt arvemotiv. Personer kan ha et ønske om å bidra til bedre velferd for etterfølgende generasjoner.

Det finnes imidlertid flere motiver for å spare, utover det å separere inntekts- og konsumprofilen. Forsiktighetsparing, eller "precautionary saving" er ett av disse. Precautionary saving ble av Romer (2001) forklart som kombinasjonen av nyttefunksjonens positive tredjederiverte og usikkerhet rundt fremtidig inntekt. En positiv tredjederivert av nyttefunksjonen vil si at marginal nytte synker saktere etter hvert som konsum øker. Romer mente videre at størrelsen på precautionary saving kom an på størrelsen på variansen til konsumvekst og den relative risikoaversjonen. Dersom begge disse er høye vil man oppleve en høy precautionary saving. Tilstedeværelsen av precautionary saving vil gjøre at konsum ikke bare vil påvirkes av forventet fremtidig inntekt, men også usikkerheten rundt denne.

Å spare penger til uforutsette situasjoner vil uansett de aller fleste føle et behov for. De aller fleste ønsker en noenlunde konstant konsumprofil gjennom livsløpet. Et fall i konsumprofilen vil man i alle fall slippe, og for dette er precautionary saving et viktig verktøy. Grunnet generell økonomisk usikkerhet bør man forsøke å legge seg opp reserver for fremtidig bruk. For mange er bolig den viktigste formuesgjenstanden. Denne kan, om man har betalt ned lånet, kunne benyttes som pant ved låneopptak i pensjonsalderen om man skulle ha behov for det.

Et siste motiv for sparing er spekulasjon eller inntekt. Avkastning fra investeringer i form av rente, utbytte eller lignende bidrar til å øke fremtidige konsummuligheter. Siden forbruk i dag er verdt mer enn forbruk i morgen, kreves det ekstra inntekt i form av rente eller avkastning for at man skal ville spare.

To av de mest kjente fremadskuende konsumentteoriene som forklarer husholdningenes sparing er livsløpshypotesen (LCH) og permanentinntektsmodellen (PIH). Begge disse teoriene om privat sparing tar som forutsetning at individene er rasjonelle aktører som er nyttemaksimerende gjennom livet. Husholdningene velger en best mulig konsumprofil gitt sin formue og livsløpsinntekt. Frikobling mellom konsum og inntekt, som tidligere diskutert, antas også mulig. Det er med andre ord forutsetning om velfungerende kredittmarkeder.



Både i permanentinntektsmodellen og livsløpshypotesen vil blant annet en renteendring få konsekvenser for husholdningenes konsum- og sparetilpasning. I utgangspunktet gir konsum i dag individene mer nytte enn konsum i morgen. En økning i dagens rente vil imidlertid gjøre sparing mer attraktivt, ettersom som det gir økt mulig konsum i morgen. Likevel vil individer med positiv finansformue som opplever en økt inntekt ønske å konsumere mer nå.

Begge modellene sier at kortsiktige inntektsendringer, for eksempel i form av lavere skatter, ikke vil føre til høyere konsum. Dette er fordi individet vet at lavere skatt i dag, vil bety høyere skatt i fremtiden, ettersom staten da må tilbakebetale gjelden de påtok seg for å kunne senke skattene i utgangspunktet. Individene vil i stedet spare pengene i påvente av skatteøkningen. Dette er dog under forutsetning om strengt rasjonelle aktører.

Det har vært gjort studier for å avdekke hvorvidt disse modellene er beskrivende for den virkelige spareatferden til individer. Selv om slike studier ikke har gitt helt klare svar har de gitt noen indikasjoner på hvordan situasjonen er. Livsløpshypotesen antar en negativ sparing blant pensjonister i et forsøk på fullt ut konsum. Empiriske tester viser derimot at pensjonister sparer for mye eventuelt bruker for lite (Doppelhofer 2009). I tillegg til dette konsumerer unge mennesker for lite i forhold til deres forventede livstidsinntekt. Testene viser faktisk at konsum først øker og deretter synker i løpet av livet, stikk i strid med teori om konsumglatting. Disse empiriske observasjonene kan forklares med precautionary saving-motivet eller arvemotivet, som vi tidligere har diskutert. Observasjonene kan også forklares med usikkerhet rundt egen levetid. Dette "problemet" kan derimot løses ved å spare gjennom en pensjonsordning, slik at man er sikret inntekt livet ut.

## **2 Kriterier ved valg av spareform**

Når man skal vurdere ulike spareformer/investeringsvalg er det, i følge Boye et al.(2008) visse kriterier man bør gjennomgå for å finne hva som passer best for den enkeltes behov. For de aller fleste er det faktorer som forventet avkastning, risiko og krav til oppfølging som er mest sentrale. I tillegg kan likviditet/omsettelighet og fremtidige lånemuligheter være fornuftig å vektlegge. Siden vi har valgt å skrive om spareformenes utvikling på 2000-tallet ser vi på skatt som en egen faktor, i lys av skattereglenes stadige endringer gjennom tiåret.

### **2.1 Avkastning**

Avkastning beskriver den gevinsten man får på en investering. Ved avkastningsvurdering må man derfor være oppmerksom på å få med alle avkastningskomponentene, i form av både direkte (eksempelvis renter) og indirekte avkastning (som for eksempel verdistigning på eiendom). Svært mange er ikke bevisst mulighetene som ligger i den indirekte avkastningen, og vil eksempelvis ikke se på eiendomsinvestering som et alternativ til banksparing.

Ved valg av spareform må man også ta hensyn til skattleggingen i de ulike tilfellene, og de fordeler og ulemper de måtte føre til. Ett eksempel på en skattemessig gunstig spareform er bolig, som har fordelaktig inntektsbeskatning, formuesbeskatning og gevinstbeskatning. Skatt kommer vi mer tilbake til senere i oppgaven. Den generelle prisstigningen vil påvirke avkastningsvurderingen. Norges Bank har satt inflasjonsmålet til 2,5 prosent og forventer derfor en tilsvarende prisstigning. Ved en investeringsvurdering må man følgelig ta hensyn til at den reelle renten tilsvarer differansen mellom den nominelle renten og prisstigningen. Tar man hensyn til skatt må avkastningen reduseres for inntektsskatt (28 prosent) og i visse tilfeller formuesskatt (maksimalt 1,1 prosent).

Ved lånefinansiering vil man ofte finne at forventet avkastning er høy sammenlignet med egenkapitalfinansiering. Dette kan skje i tilfeller hvor total kapitalavkastningen er høyere enn renten på lånet. Dette er imidlertid svært avhengig av rentenivået, og ved en renteøkning vil det kunne bli svært ulønnsomt.

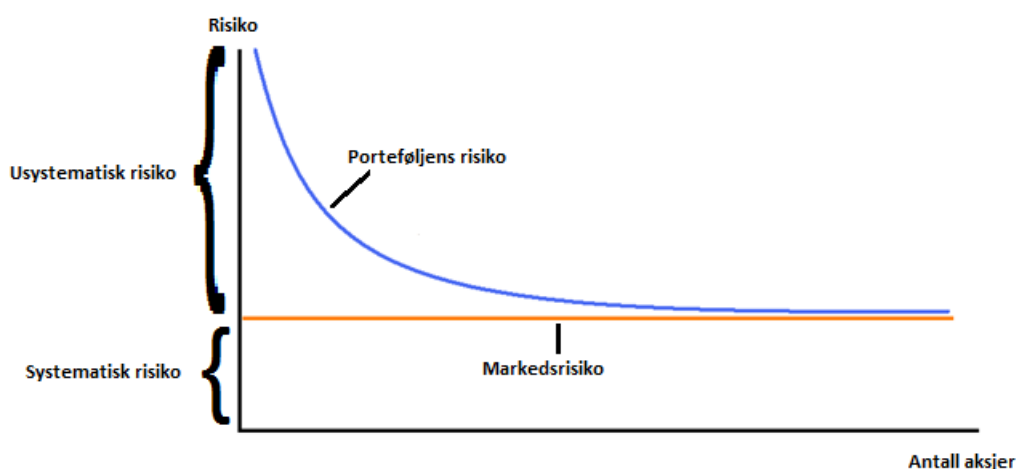
Siden kostnadene ved investeringer varierer, bør man benytte nettoavkastning til sammenligninger om dette er mulig. Eksempelvis vil gebyrer og honorarer være forholdsvis

store ved fondsinvesteringer. Betydningen av disse reduseres om investeringshorisonten er lang. Det innebærer også at det for risikofylte investeringer ikke er rasjonelt å investere gjennom mellommenn ettersom mye av avkastningen forsvinner mens sparerer blir sittende igjen med all risiko.

## 2.2 Risiko

Risiko innebærer at investeringer har sannsynlighet for tap i tillegg til sannsynlighet for gevinst. Hvor stor denne risikoen er, varierer etter type spareform. Generelt bør man forsøke å redusere risikoen ved å diversifisere gjennom ulike investeringer. Eksempelvis er mange aksjeinvesteringer forbundet med høy risiko. Om man handler ulike aksjer vil man kunne redusere risikoen. Samtidig tar man på seg kostnader i form av minimumskurtasjer, noe man kan unngå ved å investere i aksjefond. Videre, om man investerer i eiendom og ønsker å diversifisere seg via eiendomssyndikater blir dette mer komplisert. Dette kommer av at minimumsinvesteringen per prosjekt normalt er høy.

Av Figur 1 ser vi hvordan risikoen (representert ved standardavviket) reduseres ved et økende antall aksjer i porteføljen, og nærmer seg markedsrisikoen. For å redusere risiko bør man ideelt sett forsøke å lage en portefølje av investeringer med negativ samvariasjon hva gjelder avkastning. Dette er i de fleste praktiske situasjoner vanskelig, og diversifisering oppnås best så lenge man unngår aksjer med perfekt samvariasjon. Hvis man i tillegg investerer i andre objekter får man redusert risikoen ytterligere.



Figur 1: Risiko ved aksjeinvestering

## **2.3 Skatt**

En annen ting man må være obs på ved valg av spareform er, som tidligere nevnt, hvordan skatteleggingen påvirker avkastningen. Målet regjeringen har for skattesystemet i Norge er i følge regjeringen.no: "... å sikre inntekter til fellesskapet, bidra til rettferdig fordeling og et bedre miljø, fremme sysselsettingen i hele landet og bedre økonomiens virkemåte". Det er betydelige forskjeller mellom hvor hardt hver spareform er skattlagt. De ulike skattene man må ta hensyn til er skatt på alminnelig inntekt og formuesskatt.

### **2.3.1 Skatt på alminnelig inntekt**

Alminnelig inntekt regnes ut ved å addere lønnsinntekt, kapitalinntekt og næringsinntekt, og trekke fra alle fradragberettigete kostnader. I skatteloven gis den overordnede regelen om hva som er fradragberettigete kostnader: " Det gis fradrag for kostnad som er pådratt for å erverve, vedlikeholde eller sikre skattepliktig inntekt.". Det vanligste fradraget er minstefradraget. Minstefradraget er et standardisert fradrag som gis automatisk i lønnsinntekt og pensjonsinntekt som kompensasjon for utgifter personer i alminnelighet pådrar seg i løpet av et år. Dette forenkler innrapporteringsarbeidet for den enkelte skatteyder ved at den slipper å ta vare på kvitteringer for alle små summer man har krav på avdrag for. Likeledes gjør den skattemyndighetenes saksbehandling enklere. Andre vanlige fradragberettigete kostnader er rentekostnader, fagforeningskontingent og reisekostnader til/fra arbeid. Skattesatsen for alminnelig inntekt er 28 % og har vært det gjennom hele 2000-tallet.

### **2.3.2 Formuesbeskatning**

Formuesskatt er en skatt som utlignes på grunnlag av ens nettoformue. Formuen omfatter blant annet kontanter, bankinnskudd, aksjer, verdien av bil og ligningsverdi av bolig. Denne betales til både kommune og stat. For 2010 er skatten som vist i Tabell 1.

Gjelder for: 2010		
Formuesskatt til kommunen:	Formue	Sats
Skatteklasser 0	0 og over	0,70 %
Skatteklasser 1 og 2	0-700 000 kr	0,00 %
Skatteklasser 1 og 2	700 000 kr og over	0,70 %
Formuesskatt til staten:	Formue	Sats
Skatteklasser 0, 1 og 2	0-700 000 kr	0,00 %
	700 000 kr og over	0,40 %
Innslagspunktene er for enslige skattytere. For ektefeller, som lignes under ett for felles formue, er innslagspunktene det dobbelte av hva tabellen viser.		

Tabell 1: Formuesskatt. Kilde: Skattetaten

Formuesskatt er medvirkende til å påvirke hvordan man sparer. For det første vil formuesskatten bidra til å redusere den samlede sparingen, ettersom den reduserer avkastingen. For det andre vil den endre sammensetningen av sparingen, siden ulike spareformer er ulikt verdsatt (eksempelvis eiendom mot

bankinnskudd). For det tredje vil den, isolert sett, skape insentiver for å bosette seg i land uten formuesskatt, særlig for de med stor nettoformue.

Ulike politikere og økonomer har svært forskjellige syn på virkningen av formuesskatt. Denne har følgelig også da endret seg meget siden år 2000. Ifølge regjeringen.no har disse endringene skapt større samsvar mellom skattegrunnlagene og de reelle verdiene som beskattes. Fra og med 2000 og ut 2004 var innslagspunktene de samme, med et bunnfradrag på 120 000 kroner. For 2005 ble disse økt, marginalt for kommunal sats, noe mer for statlig sats, og bunnfradraget var på 151 000 kroner. I 2006 kom nok en økning. Innslagspunktene økte igjen noe for 2007, og man kunne ha en formue på opptil 200 000 kroner som enslig uten å bli lignet for formuesskatt. Innslagspunktene gjorde et kraftig hopp i 2008, med et bunnfradrag på 350 000 kroner. I 2009 fjernet man et innslagspunkt for statlig formuesskatt, slik at man i mindre grad differensierer for formue. Bunnfradraget økte videre til 470 000 kroner i 2009 og 700 000 kroner i 2010.

De mer spesifikke detaljene rundt formuesskatt for hver enkelt spareform vil bli diskutert senere.

## **2.4 Krav til oppfølging**

I mange situasjoner må man som investor være aktiv i oppfølgingen av sine investeringer. Ulike investeringer krever ulik grad av oppfølging og kan medføre kostnader. Eksempelvis vil ikke-børsnoterte selskaper ofte være tilbakeholdne med informasjon. Disse vil også i mindre grad være i medias og myndighetenes søkelys og legger større ansvar på investor. Mislighold av oppfølgingskravet kan få konsekvenser for investeringens avkastning og risiko.

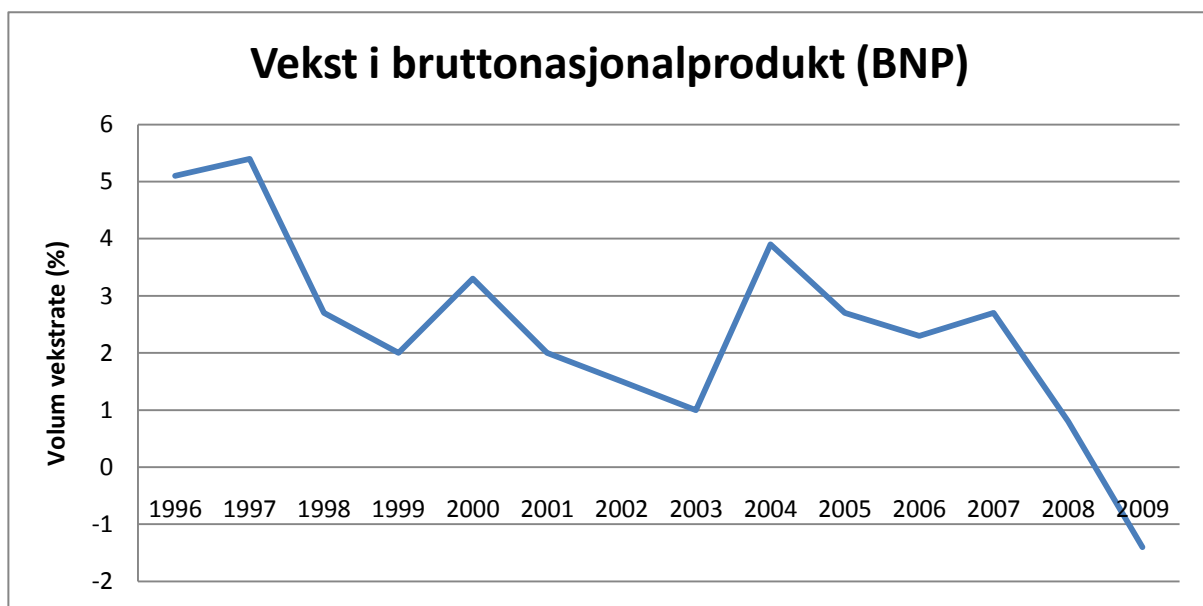
## **2.5 Andre faktorer**

Likviditeten til investeringene vil være sentralt for mange investorer. Avhengig av hva som er sparemotivet vil behovet for å få frigjort kapital variere. Bankinnskudd og investeringer i børsnoterte verdipapirer og verdipapirfond er de investeringene som er mest likvide.

Hvor lett det er å få lån vil som oftest variere med den generelle finansielle situasjonen i markedet. Uansett konjunktursituasjon vil man ha økte sjanser for å få (høye) lån i bankene om man har hatt innskudd i banken over en periode. Lånerenten varierer etter hvilken bank man tar lån hos, og hvilke forhold ved den enkelte kunde de tar hensyn til. Det vil derfor lønne seg å undersøke hvor man ville fått de beste betingelsene. Videre i oppgaven vil vi ikke ta hensyn til lånefaktoren.

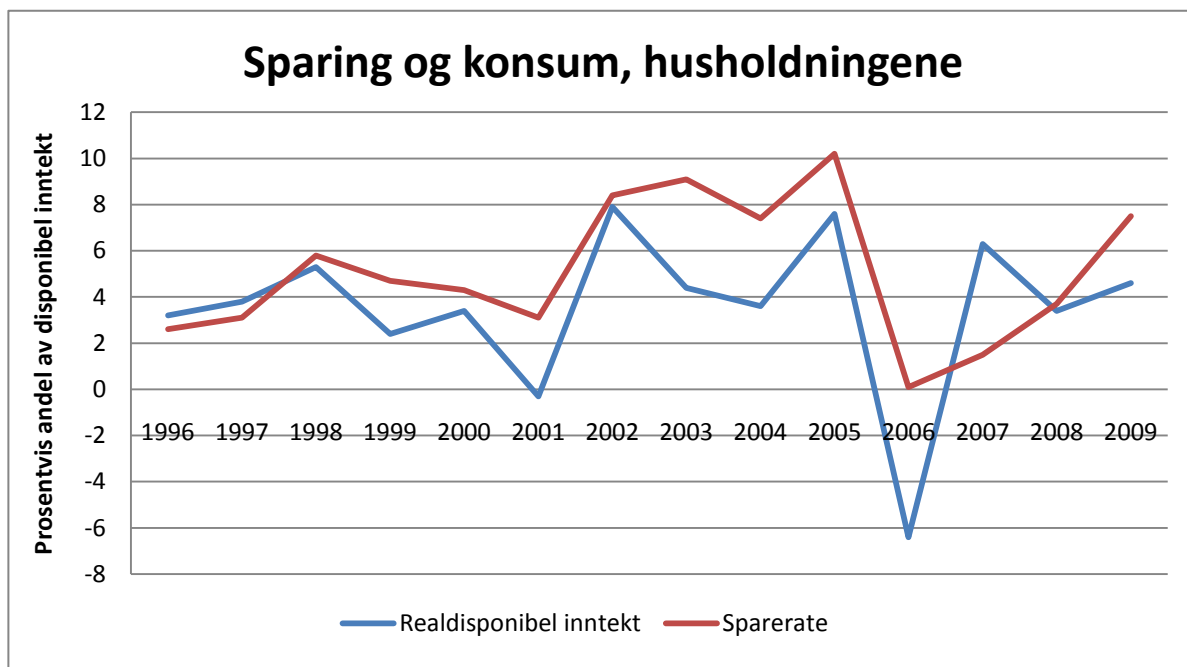
### 3 Økonomiske trender 2000-tallet

Tiåret var preget av to ulike finanskriser og vekst i råvareprisene. I siste delen av 1990-tallet hadde de store forventningene til avkastningen innen informasjons- og kommunikasjonsteknologi ført til en boble på aksjemarkedet. Denne sprakk rundt årtusenskiftet, og skapte en lavkonjunktur i OECD-området i årene 2001-2003. Innenlands var økonomien under press etter en lengre periode med vekst. Konkurransetsatt industri slet med det høye lønnsnivået sammenlignet med andre land. Norges Bank satte opp



Figur 2: Vekst i bruttonasjonalprodukt. Kilde: Statistisk Sentralbyrå

styringsrenten i begynnelsen av 2002. Bakgrunnen for dette var inflasjonsforventningene og en omlegging av pengepolitikken fra mars 2001 med inflasjonsstyring i stedet for valutastyring. Den internasjonale lavkonjunktoren førte til lavere renter i de utenlandske økonomiene, og renteforskjellen til Norge skapte økt kronekurs. Kombinert med de høye lønningene og den grimme eksportsituasjonen skapte dette økt arbeidsledighet i første halvdel av 2000-tallet.



Figur 3: Sparing og konsum som prosent av disponibel inntekt for husholdningene. Kilde: Statistisk Sentralbyrå

De økte rentene bidro til å redusere husholdningenes etterspørsel mellom 2001 og 2003 gjennom to kanaler. For det første reduserte dette den disponible inntekten, siden husholdningene var i netto gjeldsposisjon med rentebærende fordringer mindre enn den samlede lånegjelden. For det andre førte dette til økt sparing, siden dette ble relativt gunstigere i forhold til konsum. I tillegg skapte konjunkturedgangen økt forsiktighetsmotivert sparing. Reallønnsveksten i den samme perioden bidro imidlertid til å redusere den svake konsumutviklingen. Skapt av sterk krone og billig import var det derfor fremdeles vekst i husholdningenes realdisponible inntekt. I samsvar med handlingsregelen ble det fremført en ekspansiv finanspolitikk for å motarbeide konjunktorene.

Inntektsveksten og finanspolitikken var med på å holde konsumveksten oppe selv om den var lav. Spareraten økte mye fra 2001 til 2003 (fra 3 til 9 prosent).

Fra 2002 til 2004 reduserte Norges Bank styringsrenten drastisk, fra 7 til 1,75 prosent. Dette kom av lavkonjunktoren i tillegg til den lave inflasjonen. Rentenedsettelsen svekket den norske kronen og reverserte mange av effektene nevnt tidligere. Den negative utviklingen i eksportindustrien ble snudd, og konjunktorene nådde sitt laveste punkt i begynnelsen av 2003. Den internasjonale situasjonen bedret seg, og kombinert med de lave rentene og stimulansen av den innenlandske økonomien fikk man en innenlandsk høykonjunktur

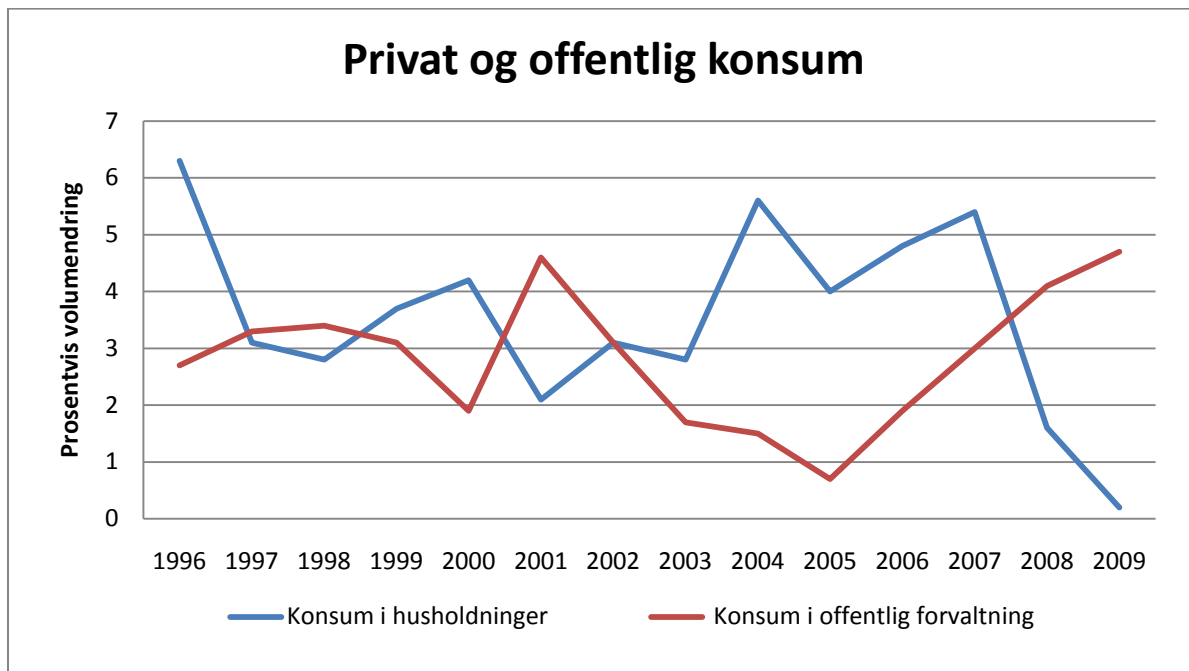


allerede mot slutten av 2004. Denne vedvarte lenge, som resultat av oljeprisene, oljeinvesteringene og økt etterspørsel i husholdningene. Industri, privat tjenesteyting og bygg- og anleggssektoren vokste, og førte til redusert arbeidsledighet (reduksjon fra 4,5 til 2,5 prosent fra 2005 til 2007).

Det var flere faktorer som bidro til den økte etterspørselen blant husholdningene. Bankenes utlånsrenter fulgte etter styringsrenten og stimulerte særlig kjøp av varige forbruksvarer. Behovet for slike varer var i tillegg i større grad til stede grunnet den tidligere lavkonjunkturen. Reallønnsveksten, på nærmere 15 prosent fra 2003 til 2007, gav også vind i seilene. Optimismen i markedet og gode låneordninger gav økte boliginvesteringer og vekst i boligmarkedet. Såkalte rammelån gjorde det lettere for konsumentene å låne med sikkerhet i egen bolig til konsum, og skapte økt fleksibilitet. Ettersom markedet steg, økte også rammelånene. Dette merket man særlig i bilkjøp, som steg med 9 prosent i 2004 etter en treårsperiode med nullvekst.

Husholdningenes konsum steg med 5,5 prosent i 2004 og fortsatte å stige frem til 2007. I disse årene økte konsumet med 20 prosent i husholdningene, og spareraten gikk fra rundt 10 prosent i 2005 til rundt 1,5 prosent i 2007.

Utover i 2008 ble man klar over at det trolig ville komme en økonomisk "baksmell", og Norges Bank justerte styringsrenten. Man hadde holdt rentenivået lavt lenge ettersom inflasjonen hadde vært lav, men man fryktet den ville stige. I tillegg hadde man behov for å kjøle ned økonomien. Fra midten av 2005 til 2008 steg renten med 4 prosent. Regjeringen brukte i tillegg mindre oljepenger enn det handlingsregelen tilsa. Det var økt usikkerhet i de internasjonale finansmarkedene fra midten av 2007 som bidro til at pengemarkedsrenten økte mer enn det styringsrenten skulle tilsi, og i 2008 var utlånsrenten nesten doblet fra nivået i 2005. Finanskrisen ble forverret fra september 2008 med konkursen til Lehman Brothers. Aksjekurser og boligpriser sank drastisk, og det ble vanskeligere å få tatt opp lån. Da man skrev 2009 var den internasjonale økonomien nede i en historisk lavkonjunktur. For Norges del merket man en konjunkturedgang etter toppen ble nådd i slutten av 2007. Realinvesteringer og husholdningenes etterspørsel avtok og eksportindustrien fikk mindre å gjøre. Vekst i fastlands-BNP var beskjeden.



Figur 4: Prosentvis endring i privat og offentlig konsum. Kilde: Statistisk Sentralbyrå

Etterspørselen til husholdningene avtok kraftig. Den generelle usikkerheten i markedet, kombinert med vanskeligere låneforhold og økte renter, var bakgrunnen. Gjennom 2008 falt boligprisene betydelig og investeringene i markedet stoppet nesten opp. Tilsvarende gjaldt for bilkjøpene. I 2008 vokste konsumet med 1,6 prosent og spareraten gikk opp med rundt 2 prosent. Husholdningene var allerede da i ferd med å tilpasse seg den nye økonomiske situasjonen, noe som også må sees i sammenheng med låneopptakene. Man var mer sårbar for renteøkninger. Denne finansielle konsolideringen fortsatte ut 2009, trass i rentekutt, høyt offentlig konsum og prisoppgang i boligmarkedet. Konsumet ble liggende på omtrent det samme nivået, mens spareraten doblet seg til rundt 7,5 prosent. De negative effektene ble imidlertid mindre i Norge enn i mange andre land. Noe av dette kom av rentekuttene, men det var i all hovedsak stimulansen av økonomien fra oljepengene som var avgjørende. Sentralbanken var villig til å stille store midler til disposisjon for å sikre bankenes likviditet. I tillegg kom de statlige stimulansepakkene. Dette førte til at konsumet steg igjen.

## 4 Sparing i bank generelt

Sparing i bank er kanskje den mest typiske sparemåten blant nordmenn, og omfatter en rekke ulike kontotyper. De aller fleste nordmenn har ofte både en brukskonto og en sparekonto i banken. Ved sparing i bank har man ofte stor likviditet/tilgjengelighet på midlene, men dette varierer selvsagt ut fra hvilken type banksparing man benytter. I tillegg har man ved sparing i bank stor sikkerhet gjennom banksikringsfondet, dette vil vi komme tilbake til når vi diskuterer risiko ved banksparing. Vi vil i det videre nevne noen forskjellige former for banksparing og se på avkastning, risiko og andre momenter ved disse som for eksempel likviditet og gebyrer.

I følge Boye et al. (2008) er det fire hovedmotiver for å ha bankinnskudd. Det første er *transaksjonsmotivet*, som for lønnstakere innebærer at man setter lønnen på konto og tar uttak fra denne for å få fordelt konsumet mellom hver gang man får lønnsutbetaling. Videre har vi *sikkerhetsmotivet*, at man har spart seg opp reserver for uforutsette situasjoner. Med *investeringsmotivet* menes at man benytter banksparing for å bygge seg opp kapital til en større investering. Til slutt har vi *opparbeiding av kundeforhold*. Det betyr at man øker sine egne sjanser for å få lån med gode betingelser hos den banken man har bankinnskudd hos over en lengre periode.

### 4.1 Hva bestemmer renten?

I banksparing er det i all hovedsak bankrenten som avgjør hvilken avkastning man får. Vi synes det derfor vil være fornuftig å belyse hvilke faktorer som er med på å bestemme hvilket nivå renten ligger på.

I Norge bestemmes rentenivået gjennom en rekke ulike faktorer i økonomien. Dette kan være spare- og konsummønstrene til både husholdningene og staten, lånevillighet, handelsbalansen, lønnsoppgjør og oljepris. Det er også et samspill mellom innenlandske og utenlandske aktører. Det vil derfor være sentralbankens oppgave å sette en styringsrente som gir mest mulig stabilitet i et langsiktig perspektiv. Om en økonomi forskyves ut av sin likevekt, må renten settes slik at den fører til en ny balanseopprettelse. Settes den feil, kan den opprettholde og videreføre ubalansen. Blir renten eksempelvis satt for lavt, vil

aktivitetsnivået bli for høyt: Bedrifter vil investere mye og ofte, og husholdningene vil ta opp lån og kreditt. Rentenivået til Norges Bank blir da i stor grad et instrument for å glatte ut svingningene i økonomien. Sentralbankens rentenivå kan derfor tolkes som en funksjon av de økonomiske indikatorene, og påvirkes av om økonomien går bra eller dårlig.

Norges Banks styringsrente tilsvarer den såkalte foliorenten. Bankene har tilgang på overskuddslikviditet gjennom sine innskudd på foliokontoen hos Norges Bank, som nettopp forrentes ved denne renten. Foliorenten blir dermed et gulv for de rentene som bankene selv setter. Frem til midten av 1993 var det døgnlånsrenten som fungerte som Norges Banks styringsrente. Dette kom av at banksystemet var i en lånesituasjon overfor Norges Bank. Dermed var det døgnlånsrenten som fungerte som et gulv. Fra høsten 1993 var banksystemet imidlertid gjennomgående i innskuddsposisjon. Norges Bank gikk da over til å styre de kortsiktige pengemarkedsrentene innenfor en rentekorridor, der taket var døgnlånsrenten og gulvet var foliorenten. Norges Bank styrte likviditeten innenfor denne korridoren med sikte på å holde kronekursen stabil. Mot slutten av 1990-tallet hadde banksystemet gjennomgående store folioinnskudd i Norges Bank, og pengemarkedsrentene falt mot gulvet i rentekorridoren. Siden har pengemarkedsrentene ligget noe over foliorenten.

Beslutningen om å justere renten blir i stor grad tatt ut fra hvilke vurderinger man har til inflasjonsutsiktene, normalt sett to år frem i tid. Man ønsker en lav og stabil inflasjon og styringsrenten skal bidra til dette. Norges Bank har, som tidligere nevnt, satt inflasjonsmålet til 2,5 prosent. I tillegg tar man hensyn til pris- og kostnadsutviklingen og forholdene i penge- og valutamarkedene.

Det som i stor grad er avgjørende for den renten den enkelte bank setter, er pengemarkedsrenten, det vil si den renten de må betale for å låne i markedet. Pengemarkedsrenten består av en spread (en risikopremie for långiver) og en referanserente. Denne referanserenten er stort sett tre måneders NIBOR (Norwegian InterBank Offered Rate). NIBOR fastsettes daglig etter tilbudet og etterspørselen etter penger. Renten har i stor grad fulgt bevegelsene til Norges Banks styringsrente, og har som regel vært noe høyere enn

denne. I visse situasjoner hvor markedet har regnet med at en endring ville komme, kan den ha endret seg i forkant av styringsrenten.

## **4.2 Typer av banksparing**

### **4.2.1 Høyrentekonto**

Høyrentekonto, også kalt sparekonto eller kapitalkonto, er vanligvis den kontoen man forbinder med å spare i bank. I følge ABC-nyheters definisjon på en høyrentekonto er det tre krav som må oppfylles for at en konto regnes under denne betegnelsen. For det første må det være minimum ett gebyrfritt uttak i året. De fleste høyrentekontoer har en øvre begrensning på antall frie uttak kontoeieren kan gjøre i året. En vanlig øvre grense blant de største bankene i Norge er tolv gebyrfrie uttak. For det andre må ikke rentebindingstiden overstige tre måneder. Dersom rentebindingstiden er lengre enn dette vil kontoen regnes som en fastrentekonto, som vi vil si mer om senere. For det tredje kan det ikke være et krav om at man må ha pengene stående på kontoen en viss tid for å oppnå en viss rente.

Høyrentekontoer opererer gjerne med trappesatser når det gjelder rentenivå for den enkelte kontoeier. En viss kontostørrelse gir en viss rente, og jo mer du har på konto jo høyere rente oppnår du. Det er heller ikke uvanlig at banker opererer med rentebindingsperioder eller minimumsinnskudd på sine høyrentekontoer. Til tross for dette har høyrentekontoer vanligvis mindre restriksjoner enn mer avanserte kontotyper som for eksempel BSU, som vi skal si mer om senere.

### **4.2.2 Fastrenteinnskudd**

Et fastrenteinnskudd er en avtale mellom kontoeier og banken om at gjeldende innskudd blir bundet for en bestemt periode med en gitt rente. Når man har avtalt rente og bindingstid settes pengene inn på en konto som blir sperret for innskudd og uttak i bindingstiden. Avtalen vil kun gjelde for enkeltbeløp. Det er vanlig at banken har både en minimums- og maksimumsgrense på dette beløpet. Disse grensene varierer fra bank til bank. Bindingstiden på innskuddet kan også variere, men er vanligvis mellom tre måneder og tre år. Renten du får på fastrenteinnskuddet gjelder for hele beløpet og vil gjelde i hele perioden, til tross for

eventuelle endringer i det generelle rentenivået. Utbetaling av opptjent rente skjer vanligvis årlig eller når bindingstiden på innskuddet opphører.

Hvis man skulle havne i en situasjon som fører til at man trenger pengene før fastrenteinnskuddets bindingstid er utløpt er dette mulig. Et sånt uttak vil derimot medføre gebyrer. Fastrenteinnskudd som spareform passer for personer som ønsker forutsigbarhet i renten og som ikke har begrenset likviditet. Fastrenteinnskudd kan også brukes ved spekulasjon hvis man tror rentenivået vil falle.

#### **4.2.3 BSU**

Boligsparing for Ungdom (BSU) er en svært gunstig spareform som tilbys av de fleste banker i Norge. Tjenesten er gunstig fordi renten på en BSU-konto er vanligvis høyere enn renten man får på høyrentekonto. I tillegg er det gunstige skattefordeler ved BSU, som vi vil komme nærmere inn på i avsnittet om skatt. Ved bruk av Boligsparing for Ungdom opprettes det en egen konto der innskuddene blir plassert. Denne kontoen vil kunne føres fritt over til en annen bank dersom dette skulle være ønskelig.

Det er for øvrig en del regler man må forholde seg til med denne typen sparing. For det første kan man bare ha én konto, i hvert fall gjelder de gunstige skattereglene bare for én konto per person. Man kan spare på BSU-konto frem til man fyller 34 år, men skattefradraget gjelder ikke før det året man fyller 13. Innskuddene man kan gjøre på kontoen sin hvert år kan ikke overstige 20 000 kroner, før 2009 var denne grensen på 15 000 kroner. Det maksimale innskuddet på kontoen som gir skattefordeler er begrenset til 150 000 kroner. Den siste, og kanskje viktigste, restriksjonen med en BSU-konto er at pengene må brukes til enten kjøp av bolig eller nedbetaling av lån på denne. Den aktuelle boligen må i tillegg være anskaffet etter avtalen om opprettelsen av BSU-kontoen ble inngått. Dersom BSU-kontoen brukes utenfor rammen disse reglene setter, må skattefordelen tilbakebetales.

### **4.3 Avkastning**

Høyrentekontoer har høyere rente enn vanlige brukskontoer, men har gjerne mindre fleksibilitet enn disse. Renten man får på en høyrentekonto avhenger selvfølgelig av hvilken bank man har. I tillegg varierer renten ut fra hvor mye penger du har plassert på kontoen. Renten fastsettes av banken og blir påvirket av markedsprisen for penger, bankens kostnader og bankens forventninger om fortjeneste. Renten du får ved et fastrenteinnskudd er vanligvis høyere enn den du får ved et innskudd på en høyrentekonto.

### **4.4 Risiko**

Sparing i bank er blant de minst risikofylte sparemetodene. Risikoen er først og fremst knyttet til bankens finansielle situasjon. Alle sparebanker og forretningsbanker i Norge er medlemmer av Bankenes Sikringsfond, og utenlandske kredittinstitusjoner kan søke om medlemskap og få sikring utover den de har i sitt hjemland. Dette innebærer at innskudd på inntil to millioner kroner, inklusiv opptjent rente, per innskyter er sikret i bankene for tilfeller hvor disse ikke makter å gjøre opp for seg. For innskyteren vil dette gjelde alle innskudd i alle banker, og er likt for både privatpersoner og juridiske personer. Sikringsfondet har utarbeidet beredskapsplaner for å kunne håndtere situasjoner der flere banker skulle få problemer, og har forpliktende avtaler med Finansnæringens hovedorganisasjon for assistanse i slike tilfeller. Til daglig arbeider fondet forebyggende ved blant annet rådgivning til banker og analyse av bankenes virksomhet.

Det finnes imidlertid noen innskudd som ikke dekkes. Innskudd fra verdipapirfond og andre foretak for kollektiv investering dekkes ikke. Det samme gjelder for innskudd i for eksempel verdipapirer som ikke har status som bankinnskudd. I tilfeller der innskyter har forhandlet frem individuelle økonomiske fordeler, som eksempelvis høyere rente enn normalt, dekkes ikke dette når disse har bidratt til å forverre institusjonens finansielle situasjon.

Ellers er risikoen ved banksparing også knyttet til rentenivået. Rentenivået varierer med Norges Banks styringsrente. Denne er igjen påvirket av tilstanden i verdensøkonomien, i særlig grad tilstanden til Norges økonomi.

#### **4.5 Skatt**

Skattereglene for innskudd i bank er ganske enkle å forholde seg til, i særlig grad de som gjelder for høyrente- og fastrentekonto. Renten man får ved innskudd på slike kontoer regnes som kapitalinntekt og skattlegges med kapitalskatt som er på 28%. 100% av renteinntektene fra disse kontoene vil bli skattlagt på denne måten. I tillegg regnes 100% av beløpet man har på bankkontoen sin som formue og vil derfor formuebeskattes i sin helhet. Som nevnt tidligere er det særskilte skatteregler for BSU-kontoer som gagner kontoeier. Skattereglene sier at 20% av det årlige innskuddet kan brukes som skattefradrag. Den totale gevinsten kan dermed bli at man må betale opptil 4000 kroner mindre i skatt hvert år.

#### **4.6 Krav til oppfølging**

Når man sparer i bank er det på generell basis lite krav til oppfølging. Selvfølgelig kan det fra tid til annen lønne seg å skifte bank på grunn av betydelige forskjeller i renter, mens det for faktorer som risiko og likviditet er mindre aktuelt. De fleste banker har noenlunde samme vilkår for samme type bankkontoer.



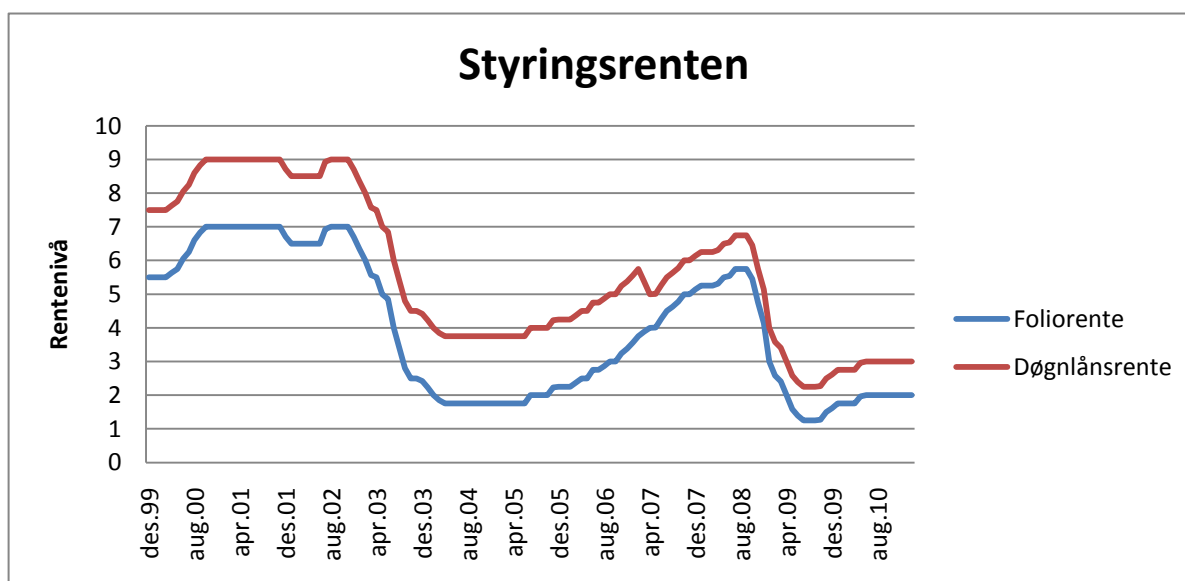
## 5 Banksparing på 2000-tallet

### 5.1 Avkastning

For banksparing er avkastningen i all hovedsak avhengig av rentenivået, fratrukket eventuelle gebyrer og andre kostnader. Vi ser i dette avsnittet nærmere på styringsrenten og NIBOR og hvordan disse påvirker det generelle rentenivået. Deretter ser vi på Statistisk Sentralbyrås data for gjennomsnittlig innskuddsrente og enkelte bankers historiske renter.

#### 5.1.1 Norges Banks styringsrente

I forkant av årtusenskifte hadde Norges Bank satt rentene drastisk ned. Krisen i Sørøst-Asia hadde ført til redusert eksport fra Norge og redusert oljepris. Man greide ved denne rentenedsettelsen å forlenge en høykonjunktur som hadde vart gjennom store deler av 90-tallet. De første månedene av år 2000 var styringsrenten på 5,5 prosent, et nivå den hadde vært på siden oktober 1999. Fra april til oktober 2001 steg renten opp til 7 prosent. Denne renteoppgangen kom i hovedsak som en følge av tendenser til økonomisk vekst og oppgang både internasjonalt og nasjonalt. Utover året ble veksten lavere i verdensøkonomien og det var fare for lavkonjunktur. I etterkant av IT-boblen hadde man et betydelig fall i BNP-veksten i OECD-området fra 2001 til 2003. Det innenlandske var imidlertid preget av vekst og høy kapasitetsutnyttelse. Norge var i mindre grad preget av den internasjonale krisen (på grunn



Figur 5: Foliorenten og døgnlånsrenten. Kilde: Norges Bank.

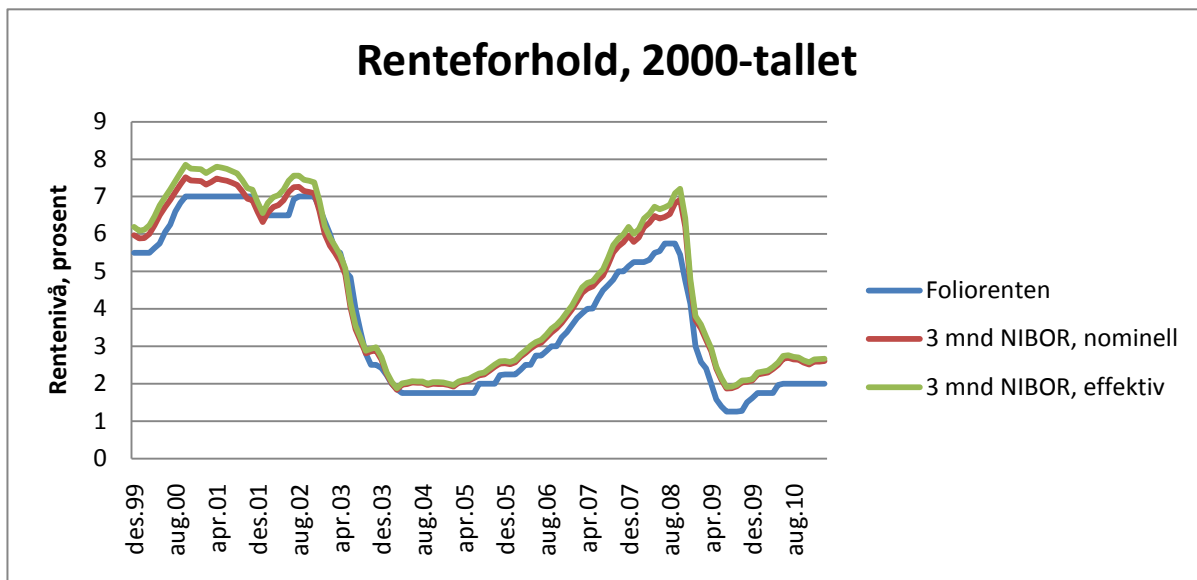
av råvareeksport) og rentenivået forble uendret. Dette skapte kraftigere lønnsvekst innenlands enn hos våre handelspartnere. Kombinert med den internasjonale situasjonen fikk dette negativ innvirkning på norsk eksport, noe som gav et mindre fall i renten i slutten av 2001. Den ble imidlertid hevet tilbake til 7 prosent i juli 2002 ettersom man fryktet økt inflasjon. I utlandet var derimot trenden å sette rentene ned. Dette skapte en kraftig appresiering av den norske kronen og forverret konkurransesituasjonen ytterligere. Man fikk da en konjunkturedgang innenlands. Fra desember 2002 frem til april 2004 ble styringsrenten redusert fra 7 til 1,75 prosent. Norges Bank hadde fremdeles pessimistiske utsikter til den internasjonale situasjonen. I tillegg til stagnasjonen i økonomien førte krigene i Afghanistan og Irak til uro på markedene. Innenlands var den økte gjeldsbelastningen hos husholdningene og arbeidsledigheten sentrale punkter for beslutningene. Bankenes utlånsrenter kom da under 4 prosent i 2005, et nivå som lå under halvparten av nivået for inngangen til 2003. Dette stimulerte husholdningenes konsum. I tillegg ble kroneverdien redusert, noe som skapte bedre vilkår for konkurranseutsatt industri. Den internasjonale konjunktursituasjonen bedret seg også, med særlig vekst i Kina og India. Inflasjonen var lenge lav, og renten ble da også holdt lav. Den ble satt opp etter sommeren 2005 på grunn av frykt for fremtidig høyere inflasjon.

Uroen i finansmarkedene gav en høyere pengemarkedsrente enn det styringsrenten skulle tilsi. Konjunkturtoppen ble nådd i slutten av 2007, og man merket nedgangen utover 2008. Særlig i fjerde kvartal, ved konkursen til Lehman Brothers og den finansielle uroen som fulgte, fikk norsk økonomi for alvor merke nedgangstidene. I denne perioden ble også kronen svekket, mens både Euro og Dollar steg i verdi. Norges Bank valgte å sette ned sin styringsrente til tross for den svekkede valutaen. Pengemarkedsrenten ble halvert fra tredje kvartal 2008 til første kvartal 2009, og nådde bunnpunktet sommeren 2009 med 1,25 prosent. Krisen vedvarte ute; de utenlandske rentene var lave og man hadde produksjonsfall innenlands. Ut 2009 ble man mer optimistisk og opplevde vekst, om enn moderat, utenlands. Aktiviteten økte særlig i de fremvoksende økonomiene og råvareprisene var høye. Innenlands var økonomien også begynt å ta seg opp igjen. Styringsrenten steg derfor fra høsten 2009 til sommeren 2010 fra et nivå på 1,75 prosent til 2 prosent, hvor den stabiliserte seg og forble ut året.

### 5.1.2 NIBOR

Som tidligere nevnt har NIBOR i stor grad fulgt Norges Banks styringsrente. Under finanskrisen var pengemarkedsrenten på et uvanlig høyt nivå grunnet markedets ustabilitet.

Av Figur 6 ser vi at det er særlig to perioder som utmerker seg med stor differanse mellom

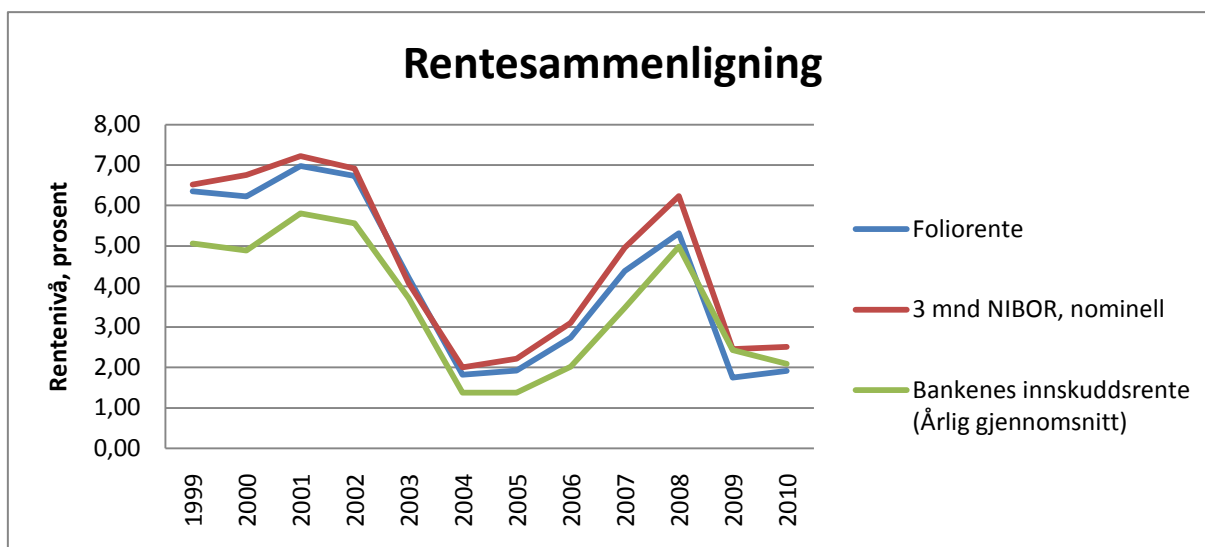


Figur 6: Sammenligning av foliorenten og pengemarkedsrentene. Kilde: Norges Bank.

foliorenten og pengemarkedsrentene. Den første perioden er fra inngangen av det nye årtuset til høsten 2002. I denne perioden er det Asia-krisen som påvirker. Den andre perioden er fra begynnelsen av 2007 og ut 2010. Særlig i slutten av 2007 og det første halvåret av 2008 er differansen stor. Norges Bank fikk i etterkant av disse periodene kritikk for å ha reagert sent med å forsøke å hindre utviklingen.

### 5.1.3 Bankenes innskuddsrente

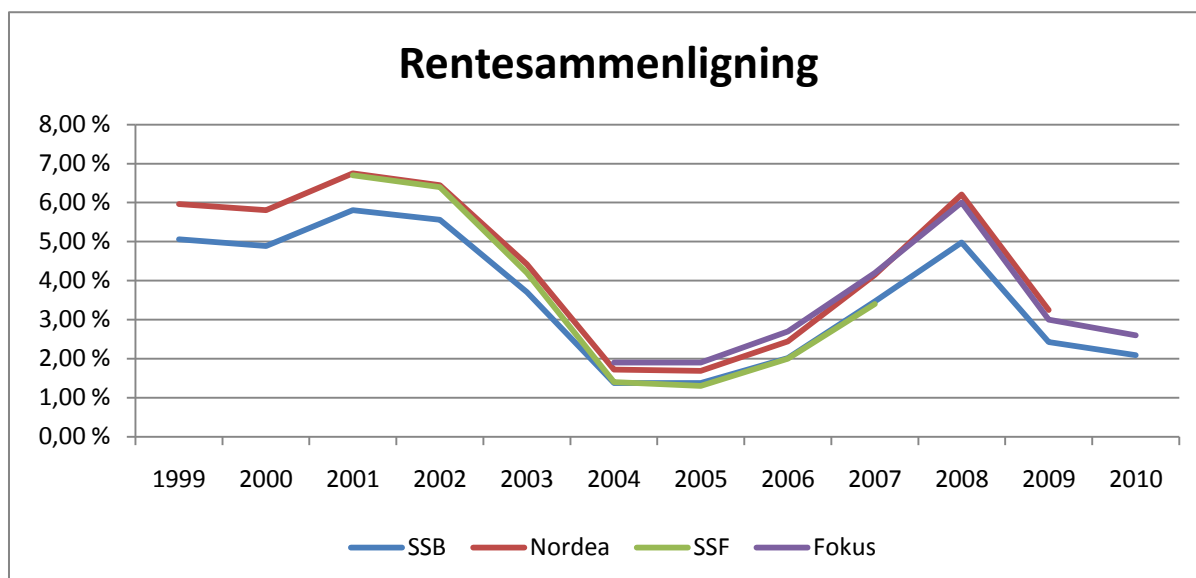
Bankene setter rentene sine uavhengig av hverandre. Dersom bankene har høye innskuddsvolumer kan de unngå å låne kapital i markedet. De vil da prise innskuddene sine opp mot den renten de måtte ha betalt for et slikt lån. Denne tilsvarer NIBOR pluss en spread, som er en risikopremie på referanserenten. Når NIBOR stiger vil bankene sette opp innskuddsrentene. I Figur 7 vises sammenhengen mellom foliorenten, pengemarkedsrenten og bankenes innskuddsrente - et årlig gjennomsnitt utregnet av Statistisk Sentralbyrå. Av figuren ser vi at innskuddsrenten hele tiden ligger under nivået for markedsrenten. Vi ser



Figur 7: Sammenligning av foliorenten, 3mnd NIBOR og bankenes innskuddsrente. Kilde: Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå

også at avstanden mellom innskuddsrenten og markedsrenten øker under de økonomiske krisene.

Vi kan også se på hvordan renten har utviklet seg i ulike banker, for å se forholdet mellom Statistisk Sentralbyrå sitt gjennomsnitt og reelle rentenivåer for ulike kontoer. Vi fikk oppgitt renteutviklingen til kontoer fra tre banker: sparekonto Nordea, kapitalkonto hos Fokus Bank og sparekonto hos Sparebanken Sogn og Fjordane (SSF).



Figur 8: Sammenligning av "Bankenes innskuddsrente" fra SSB og rentene fra Nordea SSF og Fokus Bank. Kilde: Statistisk Sentralbyrå, Nordea, Sparebanken Sogn og Fjordane og Fokus Bank.

Disse tre bankene er av ulik størrelse og grad av internasjonalisering. Vi ser likevel av Figur 8 at det jevnt over er lik utvikling i perioden. Bankrentene i figuren er for høyeste rentetrinn i hver kontotype og ligger derfor noe over snittet til Statistisk Sentralbyrå.

Ser man på likviditet har bank sparing vært, og er fremdeles, en av de mest likvide spareformene, og dette har i liten grad endret seg over de siste ti årene. De fleste bankene har stadige endringer i sine kontooppstillinger. Det er imidlertid ingen grunn til å tro at disse skal ha utviklet seg i en retning av redusert likviditet, ettersom konkurransen i banksektoren har økt.

## **5.2 Risiko**

Som nevnt tidligere er bank sparing en lite risikofylt form for sparing. I Norge er det Bankenes Sikringsfond som står som garantist for innskuddene til norske sparere. Siden år 2000 har det vært endringer i dette systemet. Ved inngangen til tiåret var det to ulike fond som stod som garantister for bankene: Sparebankenes Sikringsfond for sparebankene og Forretningsbankenes Sikringsfond for forretningsbankene. Ettersom sparebankene og forretningsbankene tilhørte ulike felt innenfor bransjen, med tilsvarende ulik risiko, var dette et naturlig skille. Deler av bransjen mente imidlertid at en sammenslåing ville være til det beste for begge parter og bransjen som helhet. Særlig under bankkrisen på 1990-tallet hadde man diskutert en sammenslåing av fondene, men de to fondene argumenterte for et fortsatt skille. Denne diskusjonen kom opp igjen da sammenslåingen av Gjensidige NOR og DnB ble en realitet. Ettersom man ville få en fusjon av en dominerende forretningsbank og en dominerende sparebank ble det naturlig å vurdere et fellesfond. Et skille ville skape problemer for begge fondene i forhold til innbetalt egenkapital gjort av bankene.

Bransjen som helhet hadde også i større grad beveget seg mot banker som bedrev med begge virksomheter. Norges Bank, som hele tiden hadde vært en pådriver for sammenslåing av de to fondene, mente at det ville føre til større risikospredning og økt kapitalisering av fondet. Historisk sett hadde det ikke vært like stor risiko for sparebankene som for forretningsbankene, og ved sammenslåingen av fondene ble det dermed økt risiko for

sparebankene. Bankenes Sikringsfond ble opprettet ved lovendring 25. juni 2004 og ble gjeldende fra 1. juli samme år.

Som nevnt førte sammenslåingen av fondene til at det tidligere sparebankfondet fikk økt risiko. Man gjorde ulike tiltak for å redusere risikoen for fondet. Det ble gjort endringer i sikringsfondsavgiften for å skape større samsvar mellom risiko for tap og avgiften en skulle betale. Avgiften skulle baseres på garanterte innskudd i stedet for samlede innskudd. Dette skulle hindre at bankene opererte med høy risiko. Det skulle også bidra til likere konkurransevilkår for innenlandske og utenlandske banker. Samlet sett kan man si at risikoen ved å spare i bank ikke har endret seg nevneverdig siden år 2000.

### **5.3 Skatt**

Det eneste som har endret seg skattemessig for banksparing i løpet av 2000-tallet er formuesskatten. Endringen er en følge av de økte innslagspunktene, som vi tidligere har beskrevet. Skatt på renter har ikke endret seg i løpet av perioden, men har vært fast på 28 %.

### **5.4 Krav til oppfølging**

Ettersom dette kanskje har vært og er den sikreste formen for sparing er det generelt lite som må overvåkes. Det kan være et høyere krav til oppfølging nå enn tidligere ved at den økte konkurranse i markedet gir flere valgmuligheter, og dermed flere tilbud å undersøke.

### **5.5 Oppsummering: Banksparing på 2000-tallet**

Over denne tiårsperioden har det vært store svingninger i renten. Ved inngangen til 2000-tallet var renten forholdsvis høy, før den sank mye mot midten av tiåret. Den hadde en kraftig økning mellom 2005 og 2008, før den igjen falt grunnet finanskrisen. Ved utgangen av tiåret stabiliserte den seg og begynte så smått å stige igjen. Skattemessig har de økte innslagspunktene i formuesbeskatningen ført til at mindre av bankinnskuddet går bort i skatt enn tidligere. Ser man på risiko og oppfølging har det vært få endringer, og det fremstår fremdeles som en trygg spareform, med stabil, lav avkastning.

## 6 Sparing i eiendom generelt

Å spare, eller investere, i eiendom og bolig er noe som mange nordmenn gjør, uten nødvendigvis å tenke på det som en form for sparing. I en artikkel publisert på [moringstar.no](http://moringstar.no) er det opplyst om at hele 63 % av norske husholdningers formue er investert i bolig og hytte. De tilsvarende tallene for pensjonssparing og banksparing er henholdsvis 14 og 12 %. Dette tyder på at boliginvestering er den mest benyttede spareform i Norge.

Det finnes en rekke forskjellige måter å investere i eiendom på. Den vanligste formen er nok selv å kjøpe bolig, enten til eget bruk eller til utleieformål. Det finnes derimot andre måter også. Én annen måte kan være å investere i næringseiendom, som oftest skjer dette gjennom investering i fond eller syndikat. Det finnes også eiendomsfond som investerer i en rekke ulike eiendommer for å oppnå noe høyere risikospredning. Vi vil i det videre konsentrere oss om førstnevnte type; kjøp av bolig.

### 6.1 Avkastning

Avkastning på investering i eiendom eller bolig kan oppnås på to måter. Den ene måten å oppnå positiv avkastning på, er at boligen/eiendommen man kjøper stiger i verdi i løpet av den tiden man er eier. Denne avkastningen er naturligvis helt avhengig av at prisen man betaler for boligen/eiendommen er i tråd med rådende markedspriser, eller helst lavere. I tillegg er denne avkastningen avhengig av andre økonomiske forhold. Endring i reallønn er ett av disse forholdene. Dersom reallønnen øker i landet, vil det si at befolkningen får høyere kjøpekraft. Det er å forvente at litt av denne økningen i betalingsmidler vil slå ut i økt betalingsvilje for boliger, og dermed økte boligpriser. Realrenten er en annen faktor som har påvirkningskraft på boligprisene, og på kort sikt trolig den viktigste. Jo lavere renten er, desto flere vil ønske å ta opp lån for å kjøpe bolig, ettersom dette blir mer lønnsomt. Samtidig vil alternative spareformer, da særlig banksparing, bli tilsvarende mindre lønnsomt.

Disse to nevnte faktorene er sannsynligvis de viktigste faktorene for boligprisutvikling på henholdsvis lang og kort sikt. Det finnes likevel andre faktorer som har påvirkningskraft på boligprisene. Arbeidsledighetsnivået vil kunne ha en påvirkning. Ikke minst vil forventningene om fremtidig arbeidsledighet kunne oppmuntre til, eventuelt avskrekke fra,

å kjøpe, og dermed påvirke prisnivået. I likhet med rentenivå vil også arbeidsledighet ha størst påvirkning på kort sikt, ettersom det er naturlig for arbeidsledighetsnivået å variere rundt en likevekt. Størrelsen på nybygging vil også påvirke prisnivået på boliger. Økt nybygging gir økt tilbud av boliger, og vil føre til lavere prisnivå - ceteris paribus.

Alle disse faktorene vil påvirke prisnivået hver for seg, men kan også ha korrelasjonseffekter. I tillegg er det et spørsmål om faktorer som nybygging og arbeidsledighet er fordelt jevnt utover landet. Sannsynligvis vil dette ikke være tilfellet og vi vil få enkelte områder hvor prispresset vil bli ekstra stort og vice versa. En siste faktor som naturligvis vil ha en del å si for etterspørselen etter boliger er beskatningen av disse. Boligskattene vil vi si mer om senere.

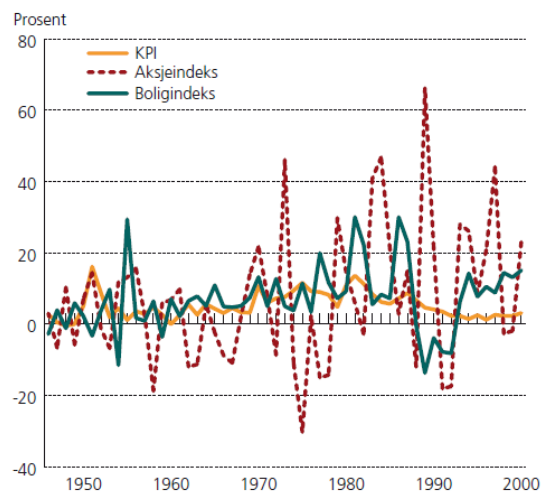
Den andre måten man kan oppnå avkastning på, er ved utleie av boligen/eiendommen. Utleiepriser på en bolig vil i stor grad ha sammenheng med boligprisen. Høyere boligpris vil bety høyere utleiepriser. Sånn sett vil også utleieprisen på boligen være avhengig av den generelle markedsutviklingen. Uansett er det slik at jo mer langsiktig en eiendoms- eller boliginvestering er, jo større sjanse er det for at investeringen gir positiv avkastning.

Når man kjøper en bolig må man regne med å betale en del gebyrer, noe som vil senke den reelle avkastningen på en boliginvestering. For det første er det godtgjørelse til eiendomsmegler. Denne varierer mye fra megler til megler, og kan enten beregnes som en prosent av salget eller som en fast sum. For øvrig vil dette sjeldent ha noe å si for boligkjøper, ettersom det er oppdragsgiver (vanligvis selger) som betaler dette. Den største avgiften boligkjøper belastes for er dokumentavgiften. Dokumentavgiften er en fiskal særavgift til staten og utgjør 2,5 prosent av kjøpsprisen. Dersom boligen som må kjøpes er en selveierbolig, må det betales tinglysningsgebyr for dokumenter som må tinglyses. For eksempel er avgiften på tinglysning av skjøte nå 1 548 kroner. Dersom boligen derimot er en del av et sameie, der eieren har enerett på bruk av boligen, må boligkjøper betale et eierskiftegebyr. Dette eierskiftegebyret kan variere i størrelse. Et siste gebyr man bør tenke på er konsesjonsgebyret, men her gjelder egne regler.



## 6.2 Risiko

Det finnes flere typer risikoer som man blir utsatt for som boligkjøper/eier. Først og fremst er det risiko i forbindelse med kjøpet av boligen: at man ikke blir lurt til å betale mer enn boligen er verdt. Deretter er det risiko i form av sannsynligheten for verdifall. I tillegg vil også eventuelle utleieinntekter kunne endre seg, samt skattereglene som er gjeldene for eie og utleie av bolig. Samtidig vil lånefinansierte boliger naturligvis være utsatt for endringer i rente. Som boligeier er man også utsatt for politisk risiko.



Figur 9: Boligindeksen sett i forhold til aksjeprisindeksen og konsumprisindeksen. Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Det finnes lover og regler for å hindre at man blir lurt ved kjøp av bolig. Først og fremst er selgeren ansvarlig for å opplyse om alle viktige forhold ved boligen. Dersom det oppdages forhold som ikke har blitt opplyst om før salget, tilsvarer dette at det er en mangel ved boligen. Kjøperen har da rett til at mangelen skal bli rettet, eller i verste fall å heve kjøpet. Risikoen for at man betaler for mye for en bolig vil dermed være tapsmedførende først og fremst dersom det kommer som følge av eksempelvis dårlige råd fra megler, ikke ved mangelfull informasjon ved overtakelse.

Risikoen for at boligen faller i verdi er selvsagt alltid til stede. Boligprisene i Norge har historisk sett vokst over lengre perioder, for så å falle ganske kraftig. Boligmarkedet har med andre ord en boblelignende utvikling. Figur 9, som viser boligindeks, aksjeindeks og konsumprisindeks for Norge siste halvdel av 1900-tallet, viser likevel tydelig at boligprisene svinger mindre enn aksjemarkedet.

Eiendomsretten i Norge er ansett som veldig god sammenlignet med resten av verden. Property Rights Alliance sin "International Property Right Index" av 2011 rangerer Norges eiendomsrett som den fjerde beste i verden. En plass vi deler med blant andre Sveits og Luxembourg. Mulighet for ekspropriasjon gjør at det likevel er en politisk risiko ved å eie

bolig og eiendom i Norge. Ekspropriering av eiendom vil si at man blir fratatt eiendommen (eller deler av denne) mot erstatning. Jusstorget.no opplyser om at ekspropriasjon vanligvis blir gjennomført for offentlige formål, men også at private kan ekspropriere. For utbygging i forbindelse med vassdrag eller vei kan ekspropriering skje uten ytterligere tillatelse. Bortsett fra dette er hovedregelen at det kan eksproprieres dersom det "er til meir gagn enn skade"(Oreigningslova). Ekspropriaten (den det eksproprieres fra) skal i prinsippet bli kompensert med markedsverdi, utregnet ved skjønn. Hva som er riktig markedsverdi er det ikke alltid full enighet om, og det finnes flere artikler på norske nettaviser der ekspropriatene mener de har fått en kompensasjon som er langt lavere enn reell markedsverdi.

### **6.3 Skatt**

Skatteregler for boligsparing i Norge er veldig gunstige, og har nok sin del av æren for at nettopp boligsparing er en meget populær spareform. Likevel er det mange skatter man må ta hensyn til som eier av bolig eller fast eiendom. Man må først og fremst ta hensyn til eiendomsskatten. Dette er riktignok en kommunal skatt, og vil i så måte variere ut fra hvilken kommune eiendommen ligger i. Jevnfør Eignedomsskattelova må eiendomsskatten være fra 2 til 7 promille av takstverdien til eiendommen.

Neste skatt man må ta hensyn til er formuesskatten. Det er ligningsverdien til boligen eller eiendommen som legges til grunn ved beregning av formuesskatt. Fra og med 2010 vil ligningsverdien til boliger regnes ut ved hjelp av en rekke forskjellige verdsettelsesregler. Verdsettingen vil ta hensyn til størrelsen på boligen, bygningens alder, hva slags type bolig det er og boligens plassering geografisk. Det er sannsynlig at eldre boliger, som har blitt lignet gunstig tidligere, vil merke de nye reglene best i form av økt ligningsverdi og dermed økt formuesskatt.

Når man selger boligen er det en ny skatt man må tenke på, nemlig gevinstskatt på salg. Denne gjelder, som ordlyden tilsier, bare dersom man selger boligen med gevinst. Salg med tap er fradragsberettiget. Hovedregelen er at gevinst ved boligsalg skatlegges med 28 %. Dette gjelder derimot ikke dersom man har eid boligen i mer enn ett år og bodd i den minst ett av de siste to årene. Da er ikke gevinsten ved salget skattepliktig, ei heller er et eventuelt

tap fradragsberettiget. Dette vil i prinsippet si at dersom boligselger forventer å selge med tap bør han flytte inn i boligen og bli boende ett år, for å kunne få fradrag for tapet.

Ved utleie av bolig er det enda en skatt man må ta hensyn til – inntektsskatt på utleie. Skatten på inntekter ved utleie av bolig er 28 %. Det er forøvrig noen fritaksregler for denne skatten. Utleieinntekten er ikke skattepliktig dersom inntekten er mindre enn 20 000 kroner i året. Dersom boligeier selv bruker boligen kan man også unngå inntektsskatten. Da må i så fall potensielle utleieinntekter til den delen av boligen som boligeier bruker, være minst like store som utleieinntektene fra resten av boligen. Dersom boligen som leies ut er en del av en tomannsbolig, trenger eieren kun å disponere halvparten av den ene boligen og likevel unngå skatt på utleieinntekt.

#### **6.4 Krav til oppfølging**

Ved sparing i bolig er det tre ulike faser av oppfølgingskrav en må ta hensyn til. Det er først oppfølging i forbindelse med anskaffelse av bolig. Deretter er det krav til oppfølging når du selv bor i boligen, eventuelt leier den ut. Til slutt er det nødvendig med oppfølging ved salget av boligen.

Ved anskaffelse av bolig er det mange forhold som må kartlegges før kjøpet skjer. Jo grundigere jobb man gjør i forkant av kjøpet, jo mindre er sjansen for å ende opp med å betale for mye for boligen. Først og fremst er det viktig å vurdere "timingene" til boligkjøpet. Det er selvfølgelig veldig vanskelig å spå noe om fremtidig verdiutvikling. Likevel bør forventninger til denne og forventninger til fremtidig rentenivå vurderes. Ellers må man forsikre seg om at prisen på boligen ikke er unormalt høyere enn prisen på tilsvarende boliger i samme nabolag. Når man har bestemt seg for å kjøpe, gjenstår også en budrundeprosess.

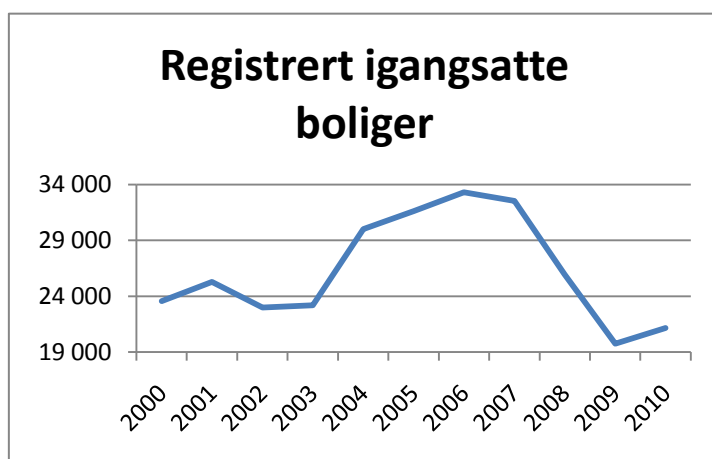
Som eier av bolig er det andre krav til oppfølging. Disse kravene er i større grad rettet mot det å ivareta og vedlikeholde boligen. Jo bedre man utfører dette, jo mindre vil boligen tape seg i verdi frem til salg. Ved salg av boligen må man regne med flere krav som taksering, riktig prising og lignende. Igjen vil det være slik at jo mer arbeid en gjør med dette i forkant

av salg, jo større sjanse er det for en høyere salgspris. Ved utleie av boligen er det også ekstra krav. Leieboer vil i de fleste tilfeller ha jevnlig henvendelser og forespørsler. Er man riktig uheldig kan man også oppleve en leieboer som ikke betaler leien til riktig tid, i verste fall ikke betaler i det hele tatt. Man kan også oppleve uforsiktige leieboere som påfører boligen slitasje utover normalt bruk. I begge tilfeller vil man bli nødt til å ta grep for å kreve inn sin rettmessige kompensasjon.

## 7 Eiendomssparing på 2000-tallet

### 7.1 Avkastning

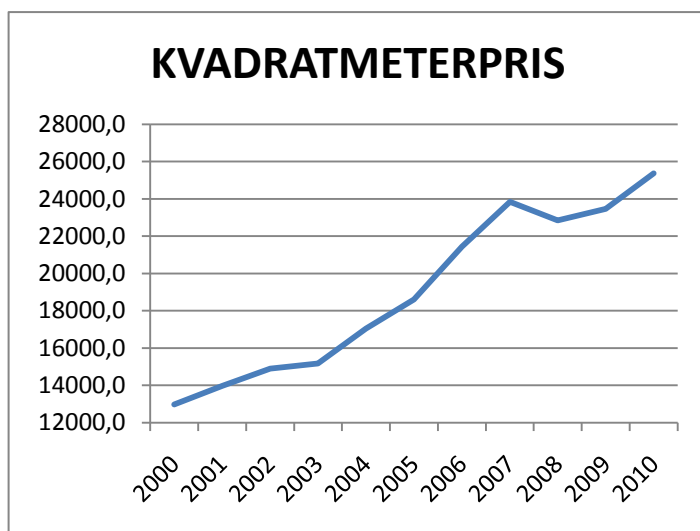
Som nevnt tidligere kan avkastning på bolig oppnås på to måter: verdistigning og utleieinntekter. Hvordan avkastningen til sparing i eiendom gjennom 2000-tallet har utviklet seg, vil derfor forklares gjennom utvikling i boligpriser og utleiepriser. Disse to faktorene er naturligvis sterkt korrelerte.



Figur 10: Registrert igangsatte boliger på 2000-tallet. Kilde: Statistisk Sentralbyrå

Som tidligere nevnt er boligprisen avhengig av mange faktorer, deriblant rente, reallønn og arbeidsledighet – forhold vi allerede har sagt litt om. Boligprisene er også avhengig av boligs kattene, som vi skal si mer om senere. I tillegg er boligprisene reaktive i forhold til grad av nybygging. I følge Statistisk

Sentralbyrå hadde antallet nybygginger sunket betydelig de siste tre år før 2000-tallet. På 1970-tallet var det vanlig med rundt 40 000 nybygde boliger i året. Frem til tidlig på 1990-tallet sank byggingen til bare rundt 15 000 boliger per år, før aktiviteten økte og man var oppe i 20 000 igangsatte nybygginger i året. Tidlig på 2000-tallet økte byggeaktiviteten litt, slik at antall nye igangsatte boliger lå i underkant av 25 000 i året. Byggingen skjøt fart rundt 2004 og nådde et toppnivå i 2006 på 33 300 igangsatte boliger årlig. Det kan deretter virke som om finanskrisen påvirket markedet, og antallet igangsetninger av boliger falt på tre år til 19 700, et nivå man ikke hadde sett siden 1998.

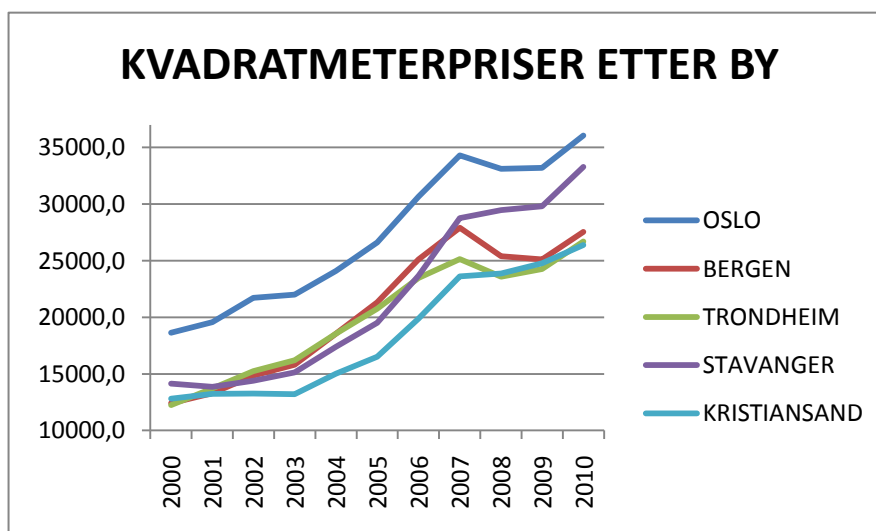


Figur 11: Kvadratmeterpris for boliger i Norge på 2000-tallet. Kilde: Norges Eiendomsmeglerforbund

Ut fra Figur 11 kan man se tydelig at boligprisene har økt ganske kraftig i løpet av 2000-tallets første tiår. Figuren er basert på opplysninger fra Norsk Eiendomsmeglerforbund, og viser den gjennomsnittlige kvadratmeterprisen for alle boligtyper i hele landet. Ved inngangen til 2000-tallet var kvadratmeterprisen på 12 974 kroner, og i løpet av tiåret hadde

kvadratmeterprisen vokst til 25 368 kroner i 2010. Dette tilsvarer en økning på nesten 96 %, altså en nær dobling. Dette er riktignok basert på nominelle tall. Dersom man tar hensyn til inflasjon vil økningen i kvadratmeterpris være vel 60 %, som fortsatt er en betydelig økning. Økningen har vært tiltakende utover tiåret. Riktignok gav finanskrisen en nedgang i prisene som førte til at den reelle prisen per kvadratmeter sank med ca. 10 % fra 2007 til 2008. Etter dette har prisen økt igjen, og per 2010 er den reelle kvadratmeterprisen nesten på nivå som før krisen.

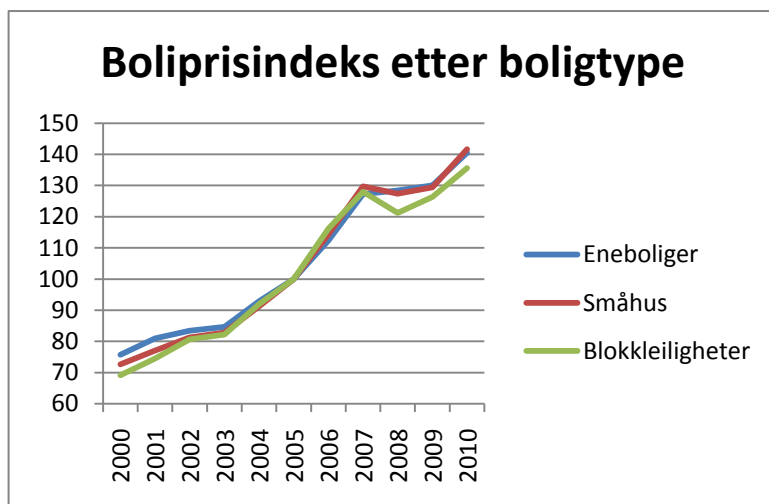
Utviklingen i kvadratmeterpris på 2000-tallet har forløpt seg ganske likt blant de største byene i Norge. Likevel kan man ane noen forskjeller. I Oslo har utviklingen i kvadratmeterprisene vært veldig lik utviklingen generelt:



Figur 12: Kvadratmeterpris på 2000-tallet for de største norske byene. Kilde: Norges Eiendomsmeglerforbund

Tiltakende økning frem til 2007, så et lite fall ved finanskrisen før prisene tok seg opp igjen

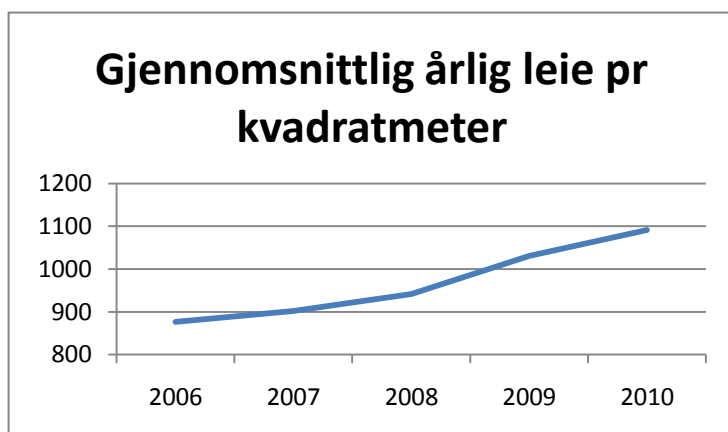
mot slutten av perioden. For Bergen og Trondheim har utviklingen vært en litt annen. I disse byene kan det se ut til at finanskrisen har satt prisene litt mer tilbake enn for Oslo. I Stavanger og Kristiansand har de nominelle kvadratmeterprisene steget over hele perioden.



Figur 13: Boliprisindeks etter boligtype på 2000-tallet. Kilde: Statistisk Sentralbyrå

indeksen. Her deles det også inn i kategorier for boligtype. En sammenligning av verdiutviklingen disse imellom, viser at blokkleiligheter tapte seg en del mer i verdi i løpet av finanskrisen enn det eneboliger, og særlig småhus, gjorde.

Av gebyrer man må betale i forbindelse med boligkjøp/salg, er som tidligere nevnt dokumentavgift det som vil utgjøre det største beløpet. Denne avgiften har holdt seg stabil



Figur 14: Gjennomsnittlige utleiepriser per kvadratmeter. Kilde: Statistisk Sentralbyrå

kvadratmeterprisene ved kjøp av bolig. Tall fra før 2006 er ikke lett å spore opp. Fra og med

En annen oversikt over hvordan verdiutviklingen til norske boliger har vært, er boligprisindeksen til Statistisk Sentralbyrå. Denne prisindeksen måler utviklingen i verdi til hele boligbestanden, med tall fra FINN.no. Månedlige rapporter om priser på omsetning av nye og brukte boliger brukes for å lage

gjennom hele tiåret på 2,5%. Tinglysningsgebyr for skjøte har derimot nærmest doblet seg i løpet av 2000-tallet. Avgiften var 772 kroner i år 2000, og er som tidligere nevnt nå 1 548 kroner.

Hvordan prisutviklingen har vært for leie av bolig er betydelig vanskeligere å finne ut av enn

2006 har Statistisk Sentralbyrå publisert statistikker over gjennomsnittlig utleiepris per kvadratmeter for landet, vist i Figur 14. Denne statistikken viser at utleieprisen per

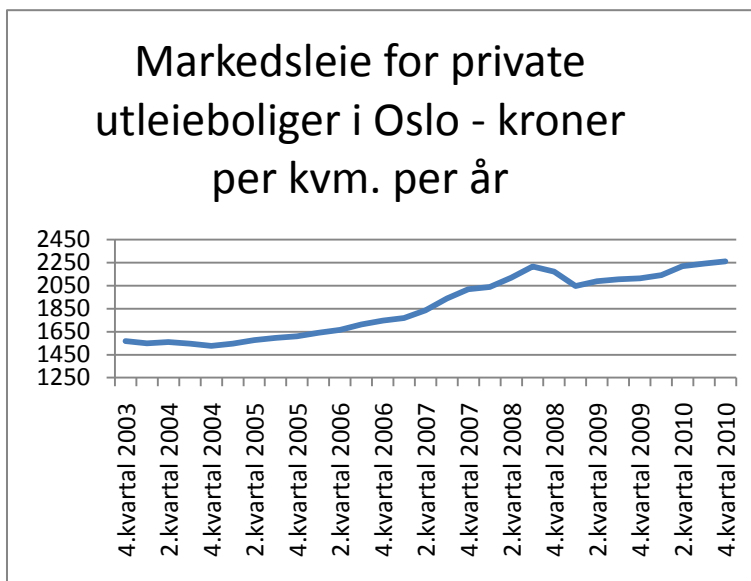
kvadratmeter har steget 24,4 % de siste 5 årene.

Boligbygg.reeltime.no har en annen oversikt som viser markedsleie for private boliger i Oslo som priser i året per kvadratmeter. Denne

oversikten går tilbake til 4. kvartal i 2003 og viser først og fremst at kvadratmeterprisene for utleie, naturlig nok, er høyere i Oslo enn for landet

under ett. Oversikten viser også at prisene her har hatt en litt annen utvikling. Det har vært en veldig økning frem til 3.kvartal 2008, etterfulgt av en liten nedgang før prisene har tatt seg opp igjen den siste tiden. Fra 3.kvartal 2003 til 4.kvartal 2010 har leien økt med hele 44,2 %.

I en artikkel publisert 4. januar 2011 på tv2nyhetene.no blir det hevdet at utleieprisen på en ettroms leilighet i Oslo har økt med 33,3% fra 2000 til 2010, tilsvarende en årlig økning på ca. 2,9 % Dette vil i så fall bety at økningen i utleieprisene tidlig på 2000-tallet var betydelig mindre enn økningen har vært mot slutten av perioden. Dette er i tråd med hva avisartikler tidlig på 2000-tallet skriver, blant annet en fra dagbladet.no publisert 28. juli 2003. I denne artikkelen blir det sagt at flere foretrekker å leie ut boligene sine på grunn av et tregere boligmarked. Det store tilbudet i boliger for utleie gir altså lavere utleiepriser. I samme artikkel blir det også nevnt at utleieprisene hadde falt nesten 10 % fra samme tid året før. Estimering gjort på bakgrunn av tall fra diverse avisartikler på denne tiden gjør at det er mulig å vite omtrentlig hvordan utleieprisene, vist i Tabell 2, har utviklet seg (forklaring til tallene, se vedlegg 1). Oversikten viser at utleieprisene var noe variable frem til 2005/2006, men siden den gang har de økt ganske kraftig, til tross for en liten nedgang i 2009.



Figur 15: Markedsleie for private utleieboliger i Oslo på 2000-tallet. Kilde: Boligbygg.reeltime.no

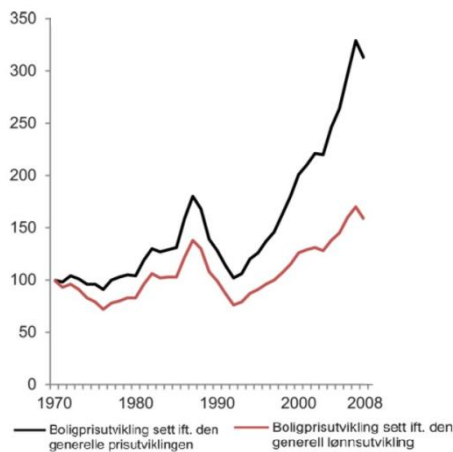


Årstall	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kvadratmeterpris	1666,2	1745,5	1745,5	1578,4	1546	1582,3	1691	1889,8	2136,8	2087,8	2216

Tabell 2: Estimerte utleiepriser for en gjennomsnittsbolig i Oslo på 2000-tallet

## 7.2 Risiko

Siden tilbudet av boliger i markedet er gitt på både kort og til dels mellomlang sikt, vil endringer i etterspørselen etter boliger gi seg utslag i endring av pris, ikke av volum. I tillegg



Figur 16: Boligprisutvikling i forhold til pris- og lønnsutvikling. Kilde: regjeringen.no

kan boligprisene være svært avhengige av forventninger til fremtidig boligpris og fremtidig kapitalstrøm fra bolig, som eksempelvis utleiepriser. I situasjoner der endret etterspørsel følger av endring i fundamentale forhold, som endrete renter eller lønnsnivå, vil den være rasjonell. Endrer etterspørsel seg av andre grunner, kan man risikere at en boligprisboble er i ferd med å utvikle seg. Som vist i Figur 16 fra regjeringen.no var boligprisutviklingen fra 1990 og frem til ca. 2007 ganske ekstrem sett i forhold til den generelle prisutviklingen. Det var også en markant økning i forhold til den generelle lønnsutviklingen. Jevnfør teori om aktivabobler er det naturlig å tro at denne utviklingen en gang måtte ta slutt. Tar man i tillegg hensyn til at historisk sett har boligprisene i Norge vært utsatt for bobletendenser, blir bildet enda klarere. Dette vil si at jo lengre perioden med prisstigning på boliger har vært, jo nærmere et prisfall kommer man, og jo større vil dette prisfallet bli. På grunnlag av dette vil det være naturlig å konkludere med at risikoen man har hatt som boligeier på 2000-tallet har økt med prisstigningen, frem til boligprisfallet ved finanskrisen. Dette er også i tråd med økonomisk teori om null arbitrasje: Økt avkastning i boligmarkedet (relativt til andre markeder) må nødvendigvis også føre med seg økt risiko.

Under avsnittet om avkastning kom det frem at boligprisene nå er på vei opp igjen til nivået de var på før finanskrisen. Om det innebærer at risikoen også er oppe igjen på samme nivå er vanskelig å si, men i følge teorien skal den være det. Blant boligtypene som kanskje led mest under finanskrisen (blokkleiligheter og særlig borettslagsleiligheter) har myndighetene kommet med lovendringer i håp om å redusere risikoen for eierne av disse. Maksimal

fellesgjeld på 75 % av boligpris, forbud mot selgerfinansiering (borettslagseiere som låner til kjøpere som ikke får lån hos finansinstitusjon) og forbud mot skjev prosentvis fordeling av fellesgjeld, er blant tiltakene som har blitt iverksatt for å gjøre dette.

### **7.3 Skatt**

Hvordan boliger beskattes og størrelsen på disse skattene har endret seg litt i løpet av tiåret. Beskatning av gevinst ved salg av bolig derimot, har ikke endret seg noe vesentlig. Der har det over hele perioden vært slik at gevinst/tap ikke er skattepliktig/fradragsberettiget så lenge hele boligen har vært benyttet som egen bolig i ett av de seneste to årene. Har man ikke dette, vil derimot salgsggevinst være skattepliktig og tap fradragsberettiget. Salgsggevinst defineres da som salgspris fratrukket kostpris og påkostninger utover alminnelig vedlikehold. Skattesatsen har gjennom hele perioden vært 28%.

Når det gjelder formuesbeskatning av bolig har heller ikke reglene for denne endret seg i særlig grad. Reglene for fastsettelse av ligningsverdien, som formuesskatten baseres på, har derimot endret seg noe. Ved starten av tiåret var det slik at ligningsverdien av nybygd bolig ble satt til 30 % av kostpris. Ved kjøp av brukt bolig ville man overta ligningsverdien fra tidligere eier. Disse reglene førte til at ligningsverdien for eldre boliger lenge var under 10 % av boligens omsetningsverdi. For å rette litt opp i dette ble det bestemt at ligningsverdiene for bolig skulle økes med 2,5 % fra 2005 til 2006, og med 10 % fra 2006 til 2007. Gjeldende regel var likevel at ligningsverdien uansett maksimalt kunne utgjøre 30 % av markedsverdi. Undersøkelser som Statistisk Sentralbyrå har gjort viser likevel at i gjennomsnitt har ligningsverdien på boliger ligget rundt 20 % av markedsverdi gjennom hele perioden. Dette gjennomsnittsanslaget har sannsynlig økt fra 2010 på grunn av de nye reglene for fastsettelse av boligens ligningsverdi. Satsene for formuesskatt har, som tidligere forklart, endret seg i perioden.

Eiendomsbeskatning har forløpt seg likt gjennom hele perioden. Det har hele tiden vært opp til kommunene selv om de har ønsket en slik skatt. Skattesatsen har også gjennom hele perioden vært begrenset til maksimalt 7 promille av takstverdien til boligen. Denne

takstverdien vil også følge med boligen gjennom kjøp og salg. Også beskatning av utleieinntekter har forløpt seg likt gjennom hele perioden.

Fordelsbeskatning av bolig er, i lys av dens avvikling fra og med 2005, den skatteregelen som har hatt størst endring gjennom perioden. Frem til 2005 ble boligeiere beskattet av den fordelen det var å ha egen bolig. Nivået på denne skatten var satt til 2,5 % av boligens ligningsverdi, utover et bunnfradrag på 51 250 kroner til og med 2001. Fra og med 2002 ble dette bunnfradraget økt til 80 000 kroner og fra 2004 til 90 000 kroner. For ligningsverdier utover 451 000 kroner var skattesatsen 5 %. Man kunne derimot få fradrag fra denne skatten dersom man hadde vedlikeholdsutgifter som skyldtes ekstraordinær skade utover 10 000 kroner, og man ikke var forsikret for dette. Eksempler på ekstraordinær skade kunne være brannskade, skadedyr, hærverk eller naturskader. Denne muligheten for skattefradrag ble naturligvis utviklet med avviklingen av fordelsbeskatningen.

#### **7.4 Krav til oppfølging**

Det er ingenting som tyder på at kravet til oppfølging av en boliginvestering har endret seg i særlig grad.

#### **7.5 Oppsummering: Eiendomssparing på 2000-tallet**

Kraftig økning i boligprisene har ført til en gjennomsnittlig god avkastning ved investering i bolig på 2000-tallet. Prisøkningen har vært særlig stor fra 2003 til 2007. Endringer i skatteregler har både vært positivt og negativt for avkastningen. Bortfall av fordelsbeskatningen har gitt økt avkastning, mens økte ligningsverdier har hatt motsatt effekt. Også utleieprisene har vært økende i løpet av 2000-tallet, mens skattleggingen av denne har vært uendret. Risikoen har vært økende i løpet av perioden, særlig frem til finanskrisen inntraff i slutten av 2007. Likviditeten og oppfølgingskravet til en boliginvestering har ikke endret seg nevneverdig i løpet av tiåret.

## 8 Sparing i aksjer og fond generelt

I Norges Bokmålsordbok defineres en aksje som en andel av et pengeinnskudd i et aksjeselskap. Investering i aksjer er per i dag ansett som en ganske vanlig plassering av kapital. I følge morningstar.no er 4% av formuesmassen til norske husholdninger plassert i direkteide aksjer. Det er noe mer enn den ene prosenten av formuesmassen som er plassert i fond. Sparing i aksjer er assosiert med stor risiko, noe som reflekteres i til tider svært variable priser. Dette betyr at potensialet for å tjene stort i aksjemarkedet definitivt er tilstede, men med det følger naturligvis muligheten for store tap.

### 8.1 Porteføljeteori

Porteføljeteori er viktig kunnskap å besitte som investor i aksjemarkedet. En av disse teoriene er Moderne Porteføljeteori (MPT) utviklet på 1950-tallet av Harry Markowitz. Teorien forsøker å forklare hvordan man skal minimere risiko for en gitt forventet avkastning, eller omvendt: hvordan man skal maksimere forventet avkastning for en gitt risiko. Dette kan man oppnå ved å velge riktig vekting av ulike aktiva. Ideen bak teorien er at investeringsobjektene skal velges ut fra hvordan deres pris varierer i forhold til hverandre, altså hvordan korrelasjonen mellom de forskjellige aktivaene er. Markowitz mente at den optimale porteføljen bestod av forskjellige verdipapirer med risiko og et risikofritt aktivum. Modellen til Markowitz baseres på en rekke forutsetninger, som at avkastningen på aktiva er tilfeldige normalfordelte variabler, rasjonelle og risikoaverse aktører samt at korrelasjonen mellom to aktiva er evig konstant. Særlig denne siste forutsetningen er vanskelig å se for seg at stemmer i praksis.

En annen teori om optimale porteføljer er Kapitalverdimodellen. Kapitalverdimodellen ble presentert av Sharpe, Lintner og Mossin på 1960-tallet og brukes for å bestemme sammenhengen vi bør observere mellom en aksjes forventede avkastning og dens risiko. Modellen bygger på en rekke antakelser som: ingen skatter eller transaksjonskostnader, homogen informasjon i markedet, et risikofritt aktivum med lik låne- og utlånsrente samt investorer som pristakere. Modellen sier at risikopremien til ett enkelt aktivum vil være proporsjonal med risikopremien til markedsporteføljen (portefølje bestående av alle verdipapirer, med andel i hvert verdipapir likt dets prosentandel av total markedsverdi) og

betaen til verdipapiret relativt til markedsporteføljen:  $E(r_i) - r_f = \beta_i[E(r_m) - r_f]$ . Den endelige prediksjonen til Kapitalverdimodellen er at når hvert individ optimerer sin portefølje vil denne porteføljens sammensetning tilsvare markedsporteføljen. Resultatet er at det lønner seg med en passiv strategi. Med passivt menes ikke kjøp og hold, men at andel i risikabelt aktivum skal være konstant over tid. Det kreves derfor kontinuerlig rebalansering.

Når man som investor skal sette sammen en egen portefølje vil det være naturlig å ta hensyn til faktorer som: grad av risikoaversjon, samt avkastning og risiko til både risikabelt og risikofritt aktivum. For å finne ut hvor stor andel av det totale investeringsbeløpet man ønsker å investere i risikabelt aktivum er det vanlig å bruke følgende sammenheng<sup>1</sup>:

$$\frac{n_R \cdot s_R(t)}{n_R \cdot s_R(t) + n_f \cdot s_f(t)} = \frac{1}{\gamma} \cdot \frac{\mu_R - r_f}{\sigma_R^2}$$

Venstresiden i denne ligningen viser hvilken andel av den totale investeringen som skal investeres i risikabelt aktivum på tidspunkt t. På høyresiden av ligningen er det først et risikoledd, der  $\gamma$  representerer investorens risikoaversjon. Andre leddet på høyresiden viser meravkastningen en investering i risikabelt aktivum gir i forhold til risikoen en sãnn investering innebærer. Formelen er intuitiv og gir logiske resultater: jo mer risikoavers man er, jo mindre andel bør man investere i risikabelt aktivum; jo større forskjell det er i avkastning mellom risikabelt og risikofritt aktivum, jo mer bør man investere i risikabelt; jo større risiko det er forbundet med investering i risikabelt aktivum, jo mindre andel bør man investere i dette. Siden verdien av risikabelt og risikofritt aktivum (i formelen henholdsvis  $s_R(t)$  og  $s_f(t)$ ) endrer seg med tiden, kreves en kontinuerlig rebalansering av investor for at likheten skal holde.

## 8.2 Fond

Dersom flere personers finansielle investeringer samles, kan dette betegnes som et fond. Et fonds midler investeres i flere forskjellige aktiva ut fra hva slags type fond det er snakk om. Kjøp og salg av aktiva som fondet foretar seg, blir utført av en fondsforvalter eller et forvaltningsselskap. Sparing i fond passer generelt sett for personer som ønsker en høyere forventet avkastning enn den man får ved plassering av penger i banken. Man må derimot regne med en høyere risiko og at man kan bli nødt til å ha pengene i fondet over en lengre

<sup>1</sup>  $n$ =antall aksjer.  $s(t)$ =pris på tidspunkt t. R er benevnelse for risikabelt aktivum. f er betegnelse for risikofritt aktivum.

periode for å oppnå meravkastningen fondssparing ofte gir. At risikoen reduseres med en lengre investeringshorisont er også kjent som tidsdiversifisering. Samuelson argumenterte i sin tid mot effektene av tidsdiversifisering. Han beviste dette matematisk ut fra tre forutsetninger: investorers risikoaversjon endres ikke når deres rikdom endres, investorer mener at avkastning på aksjer er tilfeldig, investorers fremtidige rikdom avhenger kun av deres investeringsporteføljer. Holdbarheten til særlig den første antakelsen er dog høyt diskutabel og de aller fleste vil anse tidsdiversifisering som et brukbart hjelpemiddel for risikoredusering. Tidsdiversifisering fungerer aller best for fond med en uendelig tidshorisont, eksempelvis for oljefondet, og mindre bra for enkeltpersoner med begrenset levetid.

Fond er ikke en tittel som er beskyttet av loven, og i så måte kan det brukes om hva som helst. Verdipapirfond derimot er underlagt verdipapirfondloven, som skal sikre at andelseiernes interesser blir ivaretatt. I verdipapirfondloven defineres et verdipapirfond som "en selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet, og som for det vesentlige består av finansielle instrumenter og/eller innskudd i andre finansielle instrumenter etter forskrift fastsatt av departementet". Verdipapirfondenes forening definerer fire forskjellige hovedtyper av verdipapirfond; aksjefond, pengemarkedsfond, obligasjonsfond og kombinasjonsfond. Disse fire typene fond varierer i forhold til hva slags aktiva de investeres i, og hvilken risiko de er utsatt for. Videre vil vi beskrive de ulike typene av fond i forhold til aktuelle egenskaper.

### **8.2.1 Aksjefond**

I følge skatteloven er et aksjefond et fond som investerer i en eller flere aksjer. En mer presis definisjon derimot, er definisjonen til Verdipapirfondenes forening: "Et aksjefond er et verdipapirfond hvor minimum 80 prosent av andelseiernes kapital investeres i aksjemarkedet". Aksjefond kan deles inn i mange ulike grupper ut fra hvordan pengene investeres. Fondet kan være bransjespesifikt ved at det bare investerer i aksjer innenfor en spesifikk bransje, for eksempel IT eller olje/gass. Eventuelt kan fondet kategoriseres ut fra dets geografiske avgrensninger, som i at det for eksempel bare investerer i norske aksjer. Aksjefond kan også kategoriseres ut fra om det er aktivt eller passivt forvaltet.

Et aktivt forvaltet aksjefond er et fond der forvalteren har en mening om hvordan markedet kommer til å utvikle seg, og dermed vil kjøpe og selge aksjer i håp om å "slå markedet". Et passivt forvaltet aksjefond derimot er et fond hvis verdi følger en bred markedsindeks, for eksempel Oslo Børs. Denne typen aksjefond blir også kalt indeksfond. Den mest synlige forskjellen på aktivt og passivt forvaltede aksjefond er at aktivt forvaltede aksjefond har ofte betydelig høyere gebyrer enn passivt forvaltede. I passivt forvaltede fond går derimot deler av potensiell avkastning vekk i kostnader til rebalansering. Når for eksempel svært risikofylte aksjer stiger i verdi, vil risikoen til fondet øke og rebalansering av porteføljen må til for å beholde den ønskede risikoprofilen. Fondene vil altså selge aksjer ved prisoppgang og kjøpe ved prisnedgang.

### **8.2.2 Rentefond**

Det finnes i utgangspunktet to typer rentefond: pengemarkedsfond og obligasjonsfond. Pengemarkedsfond er verdipapirfond hvor fondets kapital investeres i kortsiktige pengemarkedsinstrumenter. Dette betyr i all hovedsak sertifikater og obligasjoner hvis gjenstående levetid er mindre enn ett år. Obligasjonsfond er veldig like pengemarkedsfond både i risiko og struktur. Den største forskjellen mellom de to er at mens pengemarkedsfond investeres i pengemarkedsinstrumenter med kortere resterende løpetid enn ett år, er det ingen slik tidsbegrensning i obligasjonsfondets investeringer. Obligasjonsfond deles gjerne inn i grupper ut fra løpetiden på verdipapirene fondets kapital er investert i.

### **8.2.3 Kombinasjonsfond**

Et kombinasjonsfond er et fond som både investerer i aksjer og rentebærende papirer. Fondene kategoriseres ut fra hvor i verden pengene er plassert og hvor store andeler av fondets kapital som er investert i henholdsvis aksjer og rentebærende papirer. Andelen av fondets kapital som skal investeres i aksjer og rentebærende papirer kan endre seg i løpet av fondets livssyklus. Avkastning og risiko ved investering i slike fond er vanskelig å si noe om, ettersom det kommer helt an på hva slags investeringsvalg som gjøres i forhold til andeler i aksjer og rentebærende papirer.

### 8.3 Avkastning

Avkastningen man oppnår ved sparing i aksjer og aksjefond bestemmes av to faktorer: verdiendring og ubytteutbetaling. Verdiendringen til en aksje er gitt ved endringer i aksjekursen. Aksjekurser bestemmes av tilbudet og etterspørselen etter aksjer. Disse er igjen påvirket av forventninger i markedet om fremtidig kursutvikling. Avkastning på andre investeringsalternativer vil også kunne påvirke aksjekursen. Skulle for eksempel renten stige, kunne man oppleve at banksparing eller rentefondssparing ble mer populært, som igjen kunne ha ført til synkende aksjekurser. Inflasjonsutviklingen, og spekulasjoner rundt denne, har også innvirkninger på kursene. Lavere inflasjon, eller forventninger om dette, vil vanligvis gi økte aksjekurser og obligasjonspriser. I tillegg kan et lands politiske situasjon ha påvirkningskraft på aksjemarkedet og dermed aksjekurser.

Størrelsen på avkastningen av verdipapirfond varierer ut fra hva slags verdipapirfond pengene er investert i. Avkastningen vil i forventning være størst ved plassering i aksjefond. Denne avkastningen er nødvendigvis strengt avhengig av utviklingen i aksjemarkedet. Ved plassering av pengene i et rentefond er avkastningen historisk en god del lavere enn ved plassering i aksjefond. Vanligvis gir obligasjonsfond en noe større avkastning enn pengemarkedsfond. Uansett vil avkastningen i disse typene fond være avhengig av utviklingen i renten over perioden.

### 8.4 Risiko

Når man sparer i aksjer og fond er man utsatt for mange typer risiko. Denne risikoen deles grovt sett opp i to typer: systematisk risiko, også kalt markedsrisiko, og usystematisk risiko (se Figur 1 for illustrasjon). Systematisk risiko er altså risikoen i et marked. Denne risikoen vil variere med risikoen knyttet til blant annet rente og valuta. Ser man på den systematiske risikoen til Oslo Børs vil denne i stor grad også variere med risikoen til energi- og oljepriser, siden Oslo Børs er dominert av selskaper i olje- og energibransjen. Den systematiske risikoen er en risiko man blir nødt til å leve med. Usystematisk risiko derimot, kan bort i mot elimineres ved diversifisering av ens investeringsportefølje, jevnfør tidligere diskusjon om optimal porteføljeteori.



En risiko det er viktig å være obs på ved investering i aksjer og fond, er "Moral Hazard" eller atferdsrisiko. Moral Hazard er beskrivende for situasjoner der det kan oppstå et prinsippal-agent problem når ledelsen i et selskap (prinsippalen) har andre mål enn aksjonærene (agentene). Aksjonærene vil normalt ønske at selskapet skal være profittmaksimerende. Ledelsen derimot, kan ha andre mål. Ofte vil de ha mål som gagnar dem selv, som for eksempel rause bonus- eller pensjonsordninger. Moral Hazard-problemet kan gjøres mindre ved at aksjonæren oppsøker all tilgjengelig informasjon fra selskapet og følger med på hva selskapet foretar seg. Dette er dog svært tidkrevende og kan bli kostbart. Moral Hazard kan også være en risikofaktor ved investering i fond. Her vil fondsforvalteren være prinsippalen, som har andre ambisjoner enn agentene (andelshaverne i fondet). Forvalterens målsetning kan være den samme som andelshavernes mål om profittmaksimering. Fondsforvalteren kan for eksempel ha en lønnsordning der han oppnår bonus dersom fondets avkastning når et visst nivå. Dermed vil han ønske å gjøre alt for å oppnå dette på bekostning av økt risiko. Dette er ikke nødvendigvis ønskelig for andelshaverne. Det må her bemerkes at de fleste fond har begrensninger for hvordan risikoprofilen til fondet skal se ut.

Når det gjelder sparing i fond, rentefond så vel som aksjefond, opererer Verdipapirfondenes Forening med flere kategorier hva gjelder risiko. Markedsrisiko er allerede nevnt. Denne risikoen tilsvarer den systematiske risikoen nevnt ovenfor. Bransjerisiko og selskapsrisiko er også knyttet til endringer i aksjekurser, men da henholdsvis for den aktuelle bransje eller selskap. Dette er former for usystematisk risiko og kan diversifiseres bort. Likviditetsrisiko er risikoen for at andelene du har i fondet ikke kan umiddelbart omsettes i penger, eksempelvis ved at det ikke finnes noen aktuelle kjøpere for dine andeler. Lovkravene som finnes til verdipapirfond gjør denne risikoen så liten som mulig ved at de sikrer at fondenes midler investeres i verdipapirer som er omsettelige i regulerte markeder. Forvalterrisiko er risikoen knyttet til kvaliteten på forvalteren, det kan for eksempel finnes andre forvaltere som oppnår høyere risikjustert avkastning. Som nevnt i avsnittet over kan det i fondets retningslinjer være begrensninger på hva slags investeringer forvalteren kan gjøre. Svingninger i valuta og rente betyr også økt risiko for henholdsvis eiere av utenlandsbaserte fond og fond som har investert i rentebærende papirer. Kredittrisiko er også en meget aktuell risiko for fond som investerer i rentebærende papirer, og oppstår som følge av

usikkerhet rundt hvorvidt utstederen av de rentebærende papirene har evne til å innfri sine forpliktelser når obligasjonen forfaller.

Investering i aksjer er nok den mest risikable formen for ovennevnte investeringer. En av grunnene til dette er at man kan oppleve at det er asymmetrisk informasjon i markedet, jevnfør tidligere diskusjon om Moral Hazard. Man kan som investor med lite informasjon dermed oppleve å betale mye mer for aksjene enn hva de egentlig er verdt. Begrensende for risikoen ved aksjeinvestering er at man som investor har begrenset ansvar. Man er ikke som aksjonær ansvarlig for selskapets gjeld, og kan derfor ikke tape mer enn beløpet man har investert. Mange av risikoene man opplever som aksjeinvestor kan gjøres betydelig mindre ved diversifisering, men dette koster selvsagt. Bransjerisiko og selskapsrisiko kan diversifiseres vekk ved å investere i selskaper eller bransjer som har motsatt kursutvikling. Med andre ord, dersom det ene selskapet eller bransjen opplever veldig vekst, ville den andre oppleve det motsatte, slik vil kurssvingningene nøytralisere hverandre. Det må riktignok nevnes at under kriser hvor hele markedet kollapser, vil ikke dette være tilfellet. Da vil ikke en veldiversifisert portefølje hjelpe mot stort verditap av aksjene. Markedsrisiko er også gjeldende ved aksjeinvestering. Denne er som tidligere nevnt ikke mulig å eliminere ved diversifisering. En mulighet man derimot har, er å investere i aksjer som er lite følsomme for konjunktursvingninger. En annen mulighet er å investere på tvers av landegrenser, men dette fører riktignok til at man eksponerer seg for en ny type risiko: valutarisiko.

Av alle de forskjellige typer verdipapirfond er det aksjefondet som bærer den høyeste risikoen, ettersom aksjer er utsatt for høyere risiko enn pengemarkedsinstrumenter. Risikoen aksjefondets andelshavere er utsatt for, varierer naturligvis med risikoen til selskapene som fondets kapital er investert i. Et aksjefond vil være utsatt for markedsrisiko, bransjerisiko, forvalterisiko og likviditetsrisiko. I tillegg kan aksjefondet være utsatt for valutarisiko dersom det skulle investere i utenlandske selskaper.

Ved investering i pengemarkedsfond er renterisiko spesielt aktuelt, ettersom dette fondet investerer i rentebærende papirer. Ved investering i papirer med fast rente, vil verdien av fondet synke ved en generell renteøkning. I tillegg til renterisikoen er også kredittrisiko et viktig moment ved pengemarkedsfond. Pengemarkedsfond kan deles inn i kategorier basert

på grad av kredittrisiko. Kredittrisikoen er minst ved pengemarkedsfond som bare investerer i obligasjoner og sertifikater utstedt av staten og statlige selskaper. Risikoen for mislighold av utsteder er større dersom pengemarkedsfondet investerer i papirer utstedt av private bedrifter. Pengemarkedsfond er også utsatt for andre risikoer, som likviditetsrisiko og forvalterrisiko. I tillegg kan pengemarkedsfond være utsatt for valutarisiko dersom fondets kapital investeres i pengemarkedsinstrumenter i utenlandsk valuta. Til tross for alle disse risikoene er pengemarkedsfond den typen fond som har den aller laveste risikoen, men også den laveste avkastningen, av de fire hovedtyper fond definert av Verdipapirfondenes Forening.

Obligasjonsfond investerer også i pengemarkedsinstrumenter. På den måten vil risikoen til obligasjonsfond ligne risikoen til pengemarkedsfond, bare at den vil være noe høyere fordi fondet vil i større grad være utsatt for risiko for renteendring (på grunn av lengre tidshorisont).

## **8.5 Skatt**

Skattlegging av utbytte fra, og innløsning av, aksjefondsandeler beskattes på samme måte som utbytte fra, og realisasjon av, aksjer. Utbytte i fondssammenheng betyr alle verdioverføringer fra fondet til andelseier. For personlige andelseiere av verdipapirfond eller aksjer vil den skattepliktige delen av aksjeutbytte bli en del av alminnelig inntekt, og dermed beskattes med 28%. Det vil derimot være en del av utbyttet som blir skattefritt på grunn av regelen om skjermingsfradrag. Regelen om skjermingsfradrag sier at utbytte eller gevinst som er lavere enn skjermingsfradraget er skattefritt. Skjermingsfradraget regnes ut som produktet av skjermingsgrunnlaget og skjermingsrenten. Aksjonærmodellen, som trådte i kraft 1. januar 2006, spesifiserte at skjermingsgrunnlaget skulle tilsvare kostpris og omkostninger ved anskaffelse. Skjermingsrenten regnes ut som årlig gjennomsnitt av 3-måneders statskasseveksler etter skatt. Dersom man har ubenyttet skjermingsfradrag fra ett år, kan dette fremføres til fremtidige inntekter fra samme aksje/verdipapirfond. Skulle man selge sine aksjer eller fondsandeler kan også det ubenyttede skjermingsfradraget brukes til å redusere gevinsten ved salget av disse. Dette ubenyttede skjermingsfradraget kan derimot ikke brukes til å øke, eventuelt lage, et tap ved salg av andeler. Når andelen selges vil

ubenyttet skjermingsfradrag falle fra. Skjermingsfradraget gjelder for personen som eier aksjen 31. desember gjeldende år. Beskatning av kursgevinst på aksjer skjer først ved realisasjon. Det samme gjelder fradragsrett for kurstap. Skattesatsen er 28%.

Reglene for utbytte- og gevinstbeskatning av andelseiere i rentefond (pengemarkedsfond og obligasjonsfond) avviker litt fra beskatningen av andelseiere i aksjefond. Disse fondene vil normalt sett betale ut inntekt til andelseierne som er skattepliktig. Utbetalingen regnes som kapitalinntekt, og blir beskattet som alminnelig inntekt med en skattesats lik 28 %. Denne utbetalingen inkluderer renteinntekter fra fondets investeringer og gevinst/tap på de rentebærende papirene fondet har realisert, minus fradragsberettigede kostnader. Dersom fondet har urealiserte gevinster på verdipapir idet en andelseier selger seg ut, vil også disse være skattepliktige (28%) for andelseieren. På samme måte som urealiserte tap vil være fradragsberettiget.

Når det gjelder formuesbeskatning av andeler i aksjefond så vil ligningsverdien til disse andelene fra og med 2008 settes til 100% av markedsverdien per 1. januar i ligningsåret. For rentefond er ligningsverdien også 100%.

## **8.6 Krav til oppfølging**

Sparing i aksjer og verdipapirfond krever en del mer oppfølging enn sparing i bank. Først og fremst må man vurdere om tidspunktet er riktig til å investere. Dersom man er på toppen av en konjunktursyklus vil det åpenbare svaret være nei. Dette er derimot vanskelig å vite på forhånd. Ved grundig analysing av markedet kan man få enkelte indikasjoner, som svingninger i råvarepriser og renteutvikling, men man kan uansett aldri være helt sikker. Når man er inne i markedet er det også viktig å få løpende informasjon om aksjene man har investert i, eventuelt vurderer å investere i. Årsberetningen til selskapene, samt næringslivsrettede medier, er spesielt nyttig.

Sparing i fond krever mindre oppfølging. Dersom man investerer i passive fond som følger brede markedsindekser vil oppfølgingskravet være ganske begrenset. Det samme gjelder dersom man investerer i pengemarkedsfond som bare investerer i stats- eller kommuneobligasjoner.

## 9 Aksje- og fondssparing på 2000-tallet

### 9.1 Avkastning

Som tidligere nevnt er avkastningen til aksje- eller aksjefondsinvesteringer gitt ved endringer i aksjekurser og eventuelt utbytte. Utviklingen til aksjemarkedet i Norge i løpet av 2000-tallets første tiår har vært ganske variabelt. Noen av de mange historiske hendelsene som har påvirket kursutviklingen har vært "IT-boblen", terrorangrepet 11. september 2001, samt de påfølgende krigene i Midtøsten, og "finanskrisen". IT-boblen var en finansboble som varte fra omtrent midten av 1990-tallet og ut år 2000. I denne perioden opplevde man en voldsom vekst av internettbaserte selskaper. Forventningene på denne tiden var at IT-bransjen ville ha en voldsom vekst som følge av alle mulighetene internett brakte med seg. Denne optimismen førte til at mange nystartede IT-selskaper fikk lett tilgang på kapital, selv om de ennå ikke hadde tjent penger. Da IT-boblen sprakk medførte det mange konkurser og store kursfall over hele verden, også i Norge. Nedgangen på Oslo Børs fra toppkonjunkturen høsten 2000, fortsatte helt til starten av 2003. Fra da av og fram til finanskrisen slo til i 2007/2008 var det en voldsom vekst der Oslo Børs Totalindeks femdoblet seg.

Finanskrisen, som i stor grad ble satt i gang grunnet misligholdte sub-prime lån i USA, kom til Norge i hovedsak via smitteeffekter. Mindre etterspørsel etter norske varer, samt en forventning om dårligere tider er to av flere mekanismer som førte til Oslo Børs' drastiske fall på 55,8 % i 2008.

IT-boblen og finanskrisen påvirket avkastningen på Oslo Børs som enkelttilfeller. Det er andre faktorer som påvirker kursutviklingen mer jevnlig. Oljeprisen er et godt eksempel på dette. En betydelig del av selskapene på Oslo Børs er selskaper i energi-bransjen, deriblant olje- og gasselskaper. Det er derfor ikke rart at en økning i oljeprisen gir en økning i hovedindeksen på Oslo Børs. Oljen har som en av flere faktorer også bidratt til at Norge har sluppet relativt billig unna finanskrisen i 2007/2008 i forhold til andre vestlige land. Det er også andre faktorer som har hatt en jevnlig innvirkning på hovedindeksens kursutvikling. Renter, inflasjon og valutakurser er eksempler på dette.

Grafen i Figur 17 viser hvordan hovedindeksen til Oslo Børs har utviklet seg fra starten av 2000 til slutten av 2010. Denne indeksen, OSEBX, er en utbyttejustert indeks dannet av et representativt utvalg av alle aksjer notert på Oslo Børs. Det første man legger merke til ved å ta en titt på grafen er hvordan den har variert stort i løpet av perioden, en utvikling forårsaket blant annet av grunner nevnt ovenfor. Til tross for denne variasjonen, og de ganske kraftige fallene særlig under finanskrisen, ser man at den langsiktige avkastningen likevel er sterkt positiv. Den gjennomsnittlige årlige avkastningen til OSEBX over denne perioden har vært på ca. 7,9 %. Dette er en større avkastning enn risikofrie investeringer har hatt, men likevel et stykke under det de beste fondene har oppnådd. I følge Nordnet sine hjemmesider er det, av norske fond, DnB Nor sitt SMB fond som har gjort det skarpest de



Figur 17: Kursutvikling for Oslo Børs Benchmark Index på 2000-tallet. Kilde: netfonds.no

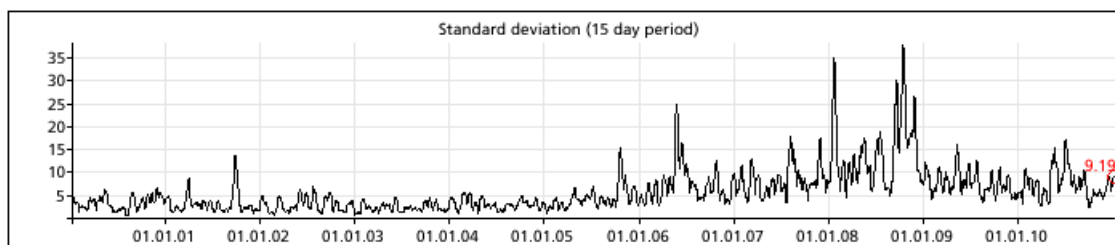
siste 10 årene. Tall fra netfonds.no opplyser om at dette fondet har hatt en løpende 10 års annualisert avkastning på 14,45 %. Beregninger vi har gjort med tall fra netfonds.no gir en gjennomsnittlig årlig avkastning for vår aktuelle periode, på 15,17 %. Investering i dette fondet innebærer derimot noe mer risiko enn ved investering i den brede markedsindeksen, og slike fond har også typisk høyere forvaltningshonorar enn passivt forvaltede fond. SMB-fondet har 2 % forvaltningshonorar, noe som er enn del høyere enn for eksempel DnB Nor sitt indeksfond (som følger OSEBX) med et forvaltningshonorar på bare 0,3 %.

Avkastningen rentefondene har oppnådd i løpet av den aktuelle tiårsperioden er naturligvis lavere enn aksjefondenes. Risikoen likeså. I følge den tidligere nevnte rangeringen til

Nordnet er det 'Alfred Berg Lang Obligasjon' og 'Holberg Likviditet' som har hatt den beste avkastningen i løpet av de ti siste årene for henholdsvis norske obligasjonsfond og pengemarkedsfond. Obligasjonsfondet Alfred Berg Lang Obligasjon oppnådde en gjennomsnittlig årlig avkastning på 6,04 % fra 2001 til 2010. Nettoavkastningen for investorer ble noe mindre grunnet deres totalkostnad på 0,61 %. Holberg Likviditet, som er et pengemarkedsfond, oppnådde en noe lavere avkastning for det aktuelle tiåret: 4,52 % avkastning og en totalkostnad på 0,25% var tiårets fasit.

## 9.2 Risiko

Figur 18 viser 15-dagers standardavvik til OSEBX de siste ti årene. Dette er et anslag for den tidligere nevnte systematiske risikoen, eller markedsrisikoen, man opplever ved investering i aksjer og fond. Det kan det virke som om markedsrisikoen har vært betydelig høyere siste halvdel av 2000-tallets første tiår, enn første halvdel. Denne forskjellen er ikke en veldig overraskende observasjon. Selv om økningen i standardavvik starter allerede mot slutten av 2005 kan nok mye av ansvaret for økningen tillegges finanskrisen av 2007/2008. Om denne vil være vedvarende eller ikke, vil de neste ti årene vise.



Figur 18: 15-dagers løpende standardavvik for Oslo Børs Benchmark Index på 2000-tallet. Kilde: netfonds.no

Hvordan bransje- og selskapsrisikoer har utviklet seg i løpet av 2000-tallet kan man ikke si noe særlig om uten å gå inn på den enkelte bransje eller selskap. Det er likevel klart at disse risikoene vil i ulik grad også variere med den totale markedsrisikoen. Når det gjelder likviditetsrisiko kan det være sånn at i veldige dårlige tider er vanskelig å finne noen til å overta ens aksjer. Finanskrisen av 2007/2008 var en kredittkrise, men også en likviditetskrise. Den manglende likviditeten man opplevde gjorde at ulike markeder ble knyttet tettere sammen, og korrelasjonen mellom dem økte. Likviditetsrisikoen var nok dermed større under finanskrisen og tiden etter, enn tidligere på 2000-tallet. Uten mer presise data er det vanskelig å si noe mer om denne risikoen. En rapport publisert av kredittilsynet i september 2008 viser en sterk økning i inkassosaker og fordringsmasse i norske bedrifter. At det har



vært økt kredittrisiko i løpet av 2000-tallet virker derfor ikke helt galt å anta. Den totale misligholdte gjelden var det høyeste som noensinne er målt. Skylden for dette kan nok tillegges et hardere økonomisk klima. Ikke bare sliter mange med gammel gjeld, men også kortere tid til nedbetaling når utlånerne frykter for sine investeringer og krever misligholdt gjeld raskere tilbake.

### 9.3 Skatt

Før aksjonærloven trådte i kraft i 2006 var beskatning av aksje- og fondsandeler svært ulik dagens versjon. Når det gjelder utbyttebeskatning har denne blitt endret i ganske stor grad. Før 2006 var det slik at aksjonærene fikk fradrag for den skatten som ble belastet utbyttet på selskapets hånd. Effekten av dette fradraget ble dermed at aksjonærene i prinsippet ikke betalte skatt på utbytte - all beskatning av overskuddet skjedde hos selskapet. Etter 2006 blir, som tidligere nevnt, utbytte beskattet med 28 prosent utover skjermingsfradraget.

Gevinster ved salg av aksjer har hele tiden vært skattepliktig, uansett eiertid, og tap fradragberettiget. Gevinster og tap har hele tiden inngått i alminnelig inntekt og har blitt beskattet med 28 %. Gevinsten ble, før aksjonærmodellen trådte i kraft, beregnet ved å ta differansen mellom netto salgsvederlag og inngangsverdien. Ved beregning av inngangsverdien skulle man justere anskaffelsesverdien (inkludert kjøpskostnader) for selskapets skattlagte kapital (RISK-justering). Fra og med 2006 blir gevinsten, som tidligere nevnt, utregnet som differansen mellom netto salgsvederlag og kostpris (eventuelt inngangsverdi dersom aksjen er anskaffet før 2006) inkludert ubenyttet skjermingsfradrag. Dersom man eier flere aksjer i samme selskap som ble anskaffet på forskjellige tidspunkt, vil man ved salg av disse praktisere prinsippet "First in, first out (FIFO)". Dette vil si at man antar at de første aksjene man kjøpte er de første man selger, og beregner gevinsten ut fra det.

Når det gjelder formuesbeskatning av aksjer og fondsandeler var gjeldende regel før aksjonærmodellen trådte i kraft at ligningsverdien til børsnoterte aksjer ble satt lik kursverdien per 1. januar i ligningsåret (året etter inntektsåret). Skattepliktig formue tilsvarte altså kursverdien. Verdien av aksjer notert på SMB-listen, skulle settes til 65 % av kursverdien ved formuesligningen.

Som tidligere nevnt trådte aksjonærmodellen i gang fra og med 1. januar 2006. De eneste endringene for beskatning av aksjer og fondsandeler som har vært etter dette, gjelder kun for formuesbeskatningen. Ligningsverdien til alle aksjer og aksjefondsandeler skulle settes til 80 % av kursverdi i 2006. Dette ble endret til 85 % i 2007, og nevnte 100 % fra og med 2008. Ligningsverdien til rentefond har gjennom hele perioden blitt satt til 100 % av kursverdi.

#### **9.4 Krav til oppfølging**

Med økt bevegelse i markedet vil det også være økte oppfølgingskrav til aktive investorer. For den passive og langsiktige sparingen vi har som utgangspunkt, er det ingen grunn til å tro at oppfølgingskravet har endret seg nevneverdig.

#### **9.5 Oppsummering: Aksje- og fondssparing på 2000-tallet**

Avkastningen i aksjemarkedet har generelt vært økende frem til finanskrisen, og igjen fra 2009 og til i dag. Dette mønsteret gjenspeiler seg i utviklingen til risikoen i markedet. Som nevnt under risiko var det nok dårligere likviditet på verdipapirer i løpet av finanskrisen, men denne var forbigående. Skattereglene for sparing i rentefond har vært uendret i løpet av perioden. Eventuelle endringer skyldes kun endrete satser for formuesskatt. Når det gjelder skattereglene for sparing i aksjer og aksjefond, har disse blitt mindre gunstige. Fra å ikke måtte betale skatt på utbytte før 2006, ble man etter 2006 belastet med 28 % skatt på dette utover et lite skjermingsfradrag. Kravet til oppfølging er uendret.

## 10 Forsikringsbasert sparing generelt

I mange situasjoner vil forsikringsbasert sparing være en fornuftig måte å spare på. Om man sparer i et langsiktig perspektiv, og har økonomi til at midlene står forholdsvis illikvid, kan dette være en god investering. Forsikringsbasert sparing innebærer også flere restriksjoner på eksempelvis uttak, og gjør det lettere for sparerer å bedrive konsumglatting over livsløpet. Gjennom de forskjellige formene for forsikringsbasert sparing har man personlige tilpasningsmuligheter: man kan være med på å bestemme risikonivå selv og oppnå en god avkastning.

Med mindre noe annet er avtalt, vil det være slik at ens innbetalte midler vil bli stående igjen i pensjonsordningen ved sparerens død. Dette er noe som skiller seg fra andre spareformer og har implikasjoner for avkastningen. I denne situasjonen vil den såkalte dødelighetsraten ha en innvirkning. Aase (2011) viser det slik:

Vi tenker oss forventet neddiskontert sparing som definert ved:

$$(I) \quad E(W(T_x)e^{-rT_x})$$

Her er  $W(T_x)$  sparing over gjenværende levetid,  $T_x$ , og  $e^{-rT_x}$  er neddiskonteringsraten for sparebeløpet over den gjenværende levetiden. I et marked uten mulighet for livs- og pensjonsforsikringsordninger måtte man ha et konsum, slik at sparing over livsløpet var større eller lik samlet gjeld,  $B$ .

$$(II) \quad W(T_x) \geq B$$

$$(III) \quad W(T_x)e^{-rT_x} \geq b \geq 0$$

Man kunne med andre ord ikke ha gjenstående gjeld på dødstidspunktet, men man måtte ha nok oppsparte midler til minst å dekke gjelden. Dette er imidlertid annerledes for en situasjon hvor livs- og pensjonsforsikringer er mulig. Da vil man kunne ha et konsum slik at forventet neddiskontert sparing over gjenværende levetid etter kontraktsinngåelse kan være lik null:

$$(IV) \quad E(W(T_x)e^{-rT_x}) = 0$$

Dette kommer av "poolingen" av de innbetalte midlene, altså at de samles til én pott. Alle individer er garantert pensjon så lenge de lever. De individene som lever lengre enn gjennomsnittet får sin pensjon fra de individene som lever kortere enn gjennomsnittet.

Dette får implikasjoner for individuell sparing, ettersom det blir et slags spill på ens egen levetid. Sammenligner man ligningene (IV) og (III) ser man at det utvilsomt er mindre krevende at forventet neddiskontert sparing skal være lik null (IV) enn at neddiskontert sparing med sikkerhet skal være minst like stor som en gitt verdi  $b$  (III). Utvider man denne forventningen ved et integral over forsikringstiden, blir forventet neddiskontert sparing:

$$(V) \quad E(W(T_x)e^{-rT_x}) = \int_0^T (e(t) - c(t))e^{-\int_0^t (r+\mu_{x+u})du} dt$$

Dette uttrykket sier at nåverdien av en konsumenters sparing blir gjort på en avkastning som er høyere enn den ordinære renten:

$$(VI) \quad r + \mu > r$$

Her er  $\mu$  er en rate for dødsintensitet ( $\mu > 0$ ). Pooling-effekten av forsikringen skaper denne avkastningen, og gjør det mulig å spare med en rente høyere enn den ordinære renten  $r$  gjennom pensjonsordninger. Gjennom en slik pensjonssparingskontrakt kan man da konsumere mer mens man lever, siden gjeld ved død blir dekket gjennom "poolingen".

Et annet viktig moment med forsikringsbasert sparing er gjensidighetsprinsippet. Dette sier at utbetalingene man får skal være proporsjonale til de innbetalingene man har gjort. Aase (2011) viser det med denne ligningen:

$$(VII) \quad \int_0^n (e(t) - c(t))P[T_x > t]e^{-rt} dt = \int_n^T c(t)e^{-rt}P[T_x > t]dt$$

Det antas at man ikke har inntekt etter pensjonsalder, altså:  $e(t)=0$  for  $t>n$ . I ligningen tilsvarende differansen  $(e_t - c_t) = p_t$  den premien man betaler mens man er i arbeid (fra tidspunkt 0 til  $n$ ). Dette bygger opp den pensjonen man får når man pensjonerer seg på tidspunkt  $n$ , altså  $c$  på høyre side av ligningen. Ligningen impliserer at pensjonen utbetales så lenge det er nødvendig, med andre ord så lenge mottaker lever. Prinsippet innebærer også at utstederen ikke kan gå med (forventet) tap gjennom ordningen.

Vi tar for oss livrente og individuell pensjonssparing i dette avsnittet.

## **10.1 Livrente**

En livrente er en form for pensjonssparing. Når man sparer gjennom en livrente setter man av enten ett stort sparebeløp, eller mindre avtalte beløp til faste tidspunkt. Disse skal senere utbetales som terminbeløp ut sparerens levetid, eller til en viss alder er oppnådd.

Livrenten kan enten tegnes som en ordinær pensjonsforsikring (livrente med garanti), eller som en pensjonsforsikring med investeringsvalg (unit-link/fondsbasert livrente). Ved førstnevnte har man garanterte renter og andeler av selskapets overskudd (ytelsesbasert), mens man i sistnevnte har personlig ansvar og selv velger investeringsportefølje (innskuddsbasert). Denne er med andre ord uten garantert avkastning. Man konstruerer sin egen investeringspakke ut fra de fondsandelene som banken/forsikringselskapet tilbyr. Noen livselskaper tilbyr produkter som ligner på høyrentekontoer i bank. Siden vi har diskutert høyrentekontoer tidligere vil vi ikke vie disse oppmerksomhet.

Livrenten har i utgangspunktet en total varighet på minst tolv år. Denne kan deles på sparetid og utbetalingstid, og i disse tilfellene må utbetalingstiden være minst seks år. Det gjøres unntak fra dette ved førtidspensjonering og avtaletegning av arbeidsgiver frem til den lovbestemte pensjonsalderen. Avtalt utbetalingstid må her være minst to år fra den kalendermåned utbetalingene begynte. Det er imidlertid fullt mulig med gjenkjøp i de aller fleste avtalene.

Livrentesparing deles vanligvis i to grupper: med og uten tilbakebetaling.

Livrente med tilbakebetaling utbetales fra et avtalt tidspunkt og over et avtalt antall år, eller så lenge eieren lever. Hvis eieren faller fra i forsikringstiden vil gjenværende premie, uten rente, bli utbetalt til eierens etterlatte. Livrente uten tilbakebetaling fungerer på samme måte, men ved dødsfall stoppes utbetalingene og etterlatte har ingen krav på tilbakebetaling. I tillegg til de to formene for livrentesparing er det mulig å knytte ulike tilleggsdekninger til livrenten. De mest vanlige er sikring mot uførhet (sikrer eier utbetalinger ved uførhet), ektefelle/samboerrente (sikrer ektefelle/samboer utbetaling ut livet eller over en viss lengde om eier faller fra) og barnerente (sikrer etterlatte barn et fast beløp om eieren faller fra før barna er fylt 25). Det er med andre ord i utgangspunktet ganske mange restriksjoner på denne formen for sparing. Den anbefales ikke som spareform om man kan ha bruk for midlene på et tidligere tidspunkt.

### **10.1.1 Avkastning**

Renten som utbetales avhenger av størrelsen på beløpet som spares, avkastningen som er oppnådd og lengden på utbetalingsperioden. Den vil også avhenge av dødelighetsarven i kontrakter uten tilbakebetaling. I en ordning med dødelighetsarv går pensjonsmidlene til forsikringskollektivet ved død og pensjonene betales livet ut. Dette innebærer da at midlene overføres fra de som dør tidlig til de som dør senere. Disse midlene tilføres løpende hele spareperioden. En ordning uten dødelighetsarv medfører at oppspart kapital utbetales så langt den rekker til sparereren. Dersom sparereren dør før kapitalen er oppbrukt, utbetales resterende kapital til de etterlatte (arvingene).

I følge Boye et al.(2008) har de som har spart gjennom livselskaper de siste årene av 2000-tallet vært garantert en årlig bruttoavkastning på 2,75 prosent, noe som tilsvarer en nettoavkastning på 1,5 prosent. Eldre kontrakter gav derimot en garantert bruttoavkastning på mellom 3 og 4 prosent. I tillegg har man blitt godskrevet minst 65 prosent av selskapets resultat etter at den garanterte avkastningen har blitt trukket fra. Den historiske avkastningen har derfor vært mye høyere enn den garanterte de siste ti årene.

Selskapenes investeringsmiks varierer, men hos de største selskapene investeres mellom 25 og 30 prosent av forvatningskapitalen i aksjer (hovedsakelig utenlandske), rundt 10 prosent i eiendom og det resterende i obligasjoner og lignende. Den forventede avkastningen er høyere enn renten i banken. I en ordning med dødelighetsarv, vil de oppsparte midlene fra de som dør tilfalle forsikringsfelleskapet, og bidra til å finansiere utbetalingen til de som lever. Avkastningen for den enkelte vil øke med dødsintensiteten.

Livselskapene har hatt mulighet til å sette av en del av overskuddet til tilleggsavkastning i økonomisk sett gode tider. Selskapene har i disse tilfellene unnlatt å godskrive forsikringstakeren med sin del av overskuddet med endelig virkning. Tilleggsavsetningene kan senere brukes til dekning av den garanterte avkastningen. Om denne ikke er stor nok til å dekke det garanterte beløpet må selskapet dekke det fra sin egenkapital, dersom selskapet er et aksjeselskap.

Fra og med 1. januar 2008 gjelder en ny forsikringslov som skal skape større forutsigbarhet og gjennomsiktighet i prisingen av forsikringssekskapenes produkter. Den skal også skape et skarpere skille mellom kundenes og forsikringssekskapets midler. Overskuddsdelingen fortsettes, men maksimalgrensen for hvor mye av overskuddet sekskapet kan beholde reduseres fra 35 til 20 prosent.

### **10.1.2 Risiko**

Ved livrente med garanti er man som tidligere nevnt garantert renter og overskuddsandel. Risiko for spareren er liten, ettersom det er sekskapet som bærer risikoen. Om man har fondsbasert livrente sitter man selv med all risiko. Verdisvingningene er større og dermed også risikoen, tilsvarende som for fondssparing. Videre er endringer i skatteregler og gebyr noe som gjelder for begge og som kan ha stor innvirkning på lønnsomheten.

### **10.1.3 Skatt**

Det er ikke skattefradrag for innbetaling til livrente, men det betales ikke skatt av avkastningen på de sparte midlene i oppsparingsperioden. Ved utbetaling skal det ikke betales skatt av de oppsparte midlene, men kapitalskatt av avkastningen. Før 2007 var det gunstig å spare gjennom livrente siden denne var unntatt formuesskatt. Det var forøvrig en straffeskatt på gjenkjøp av livrente på 7 prosent. Grunnet innføring av formuesskatt ble det bestemt at man kan heve det oppsparte beløpet uten straffeskatt innen utgangen av 2010. Fra og med 2011 reduseres straffeskatten fra 7 prosent til 3,5 prosent. På grunnlag av dette er ikke livrente å regne som en særlig gunstig spareform.

### **10.1.4 Krav til oppfølging**

Om man har en livrente med garanti er oppfølging lite aktuelt. Ved fondsbasert livrente har man ansvar for hvordan avkastningen er siden man selv velger investering. Dette gjør at kravet til oppfølging blir en del høyere, tilsvarende som for fondssparing.

## **10.2 Individuell pensjonssparing**

Individuell pensjonssparing (IPS) er en langsiktig form for sparing til egen pensjon. Denne ordningen ble opprettet i 2008 ved vedtaket om den nye loven om individuell pensjonsordning. Denne skal medvirke til økt motivasjon for personlig sparing, ettersom pensjonsreformen i 2010 innebærer større personlig ansvar for ens egen pensjon. Tidligere var det en tilsvarende pensjonsordning, kalt individuell pensjonsavtale (IPA), som ble avviklet i 2006.

Når man sparer gjennom IPS kan man velge om man vil spare gjennom fond eller bankkonto. Om man velger førstnevnte kan man selv velge hvilken risikoprofil man ønsker og eventuelt endre denne underveis. Ideelt bør man velge en lavere risikoprofil jo nærmere man er pensjonsalder. Uansett risikoprofil vil mange selskaper gradvis overføre midlene til et fond med garantert minsteavkastning når man har ti år igjen til pensjonsalder. Fra oppnådd pensjonsalder og ut utbetalingsperioden vil hele sparebeløpet stå på et ytelsesbasert fond for å sikre pensjonen.

Hva som vil skje med midlene ved død før pensjonsalder, eller før hele sparebeløpet er utbetalt, avhenger av hvordan avtalen er utformet. I visse tilfeller vil midlene gå til barnpensjon eller etterlattepensjon til ektefelle, samboer eller partner. I andre tilfeller vil midlene bli stående igjen i ordningen og tilfaller andre sparere. Ved uførhet kan pengene utbetales tidligere, men skal utbetales til minst fylte 77 år. Enkelte selskaper tar gebyr ved kjøp. I tillegg kommer forvaltningshonorar.

Midlene er ikke tilgjengelige for spareren før pensjonsalderen er oppnådd. Da kan man begynne utbetalingene. Disse må strekkes over minst ti år. Midlene er med andre ord svært illikvide. Man bør derfor ikke spare gjennom IPS om man ikke har tilstrekkelige midler utenom til å dekke fremtidige utgifter frem til utbetalingene begynner. Kunder som hadde innestående midler på mindre enn 1,5 G (94 338 kroner) per 31. desember 2006 kunne få disse utbetalt og få midlene skattet som pensjonsskatt. Dette kom som følge av endrede skattereglene som gjorde det mindre gunstig å spare i ordningen. Skatteendringene skal vi diskutere mer senere. Gjenkjøp var tillatt ut 2010.



### **10.2.1 Avkastning**

Avkastningen til IPS avhenger av om man sparer gjennom fond eller bank. Har man fondssparing blir avkastningen bestemt av hvilke fond man velger å investere i. Sammenlignet med vanlig fondssparing, er det bare skatteforskjellene og eventuelt ulike kjøps- og salgskostnader som utgjør forskjellen i avkastningen. I en ordning med dødelighet vil i tillegg avkastningen øke med hvor lenge man lever. Lønnsomheten vil variere avhengig av tidshorisont, marginalsatt og forvaltningskostnader. Lønnsomheten til bankinnskuddet avhenger av renten og forvaltningskostnadene.

### **10.2.2 Risiko**

Risikoen ved IPS avhenger av risikoen til fondsinvesteringene og eventuelt bankinnskuddet. Bankinnskuddet er som vi vet forholdsvis sikkert gjennom Bankenes Sikringsfond, som diskutert under avsnittet for banksparing. Risikoen for fondsinvestering er diskutert tidligere i oppgaven. I tillegg kommer eventuelle endringer i skattereglene og gebyrer.

### **10.2.3 Skatt**

Dette er en langsiktig form for sparing, og lar deg spare inntil 15 000 kroner i året til egen pensjon med 28 prosent av sparebeløpet i skattefradrag. Innskuddene er også fritatt for formuesskatt. Midlene er ikke tilgjengelige for sparerer før pensjonsalderen er oppnådd. Da kan man begynne utbetalingene. Disse må strekkes over minst ti år, og blir da beskattet som vanlig lønn ved 28 prosent.

IPS er skattemessig en god ordning for å spare til ens egen pensjon. For å opprettholde en levestandard tilsvarende den man har ved arbeid, må man i større grad spare til egen pensjon etter pensjonsreformen i 2010. At skattebetalingen blir utsatt fra innskuddene innbetales til de utbetales tilsvarer teknisk sett et rentefritt lån av staten over denne perioden, og er derfor svært fordelaktig. Selv om den gjennomsnittlige skatten for pensjonister i følge Boye et al.(2008) er 31 prosent og den alminnelige skatten man får fradrag for mens man sparer er 28 prosent, blir det et lønnsomt utfall. For at det skal lønne seg å spare ved IPS i stedet for egen sparing må man imidlertid spare skattefradraget i tillegg.

Ordningen gir deg mulighet til å skifte fond og skifte mellom fond og bank uten at det påvirker skattlegging. Ordningen kan benyttes av alle over 18 år med skattbar inntekt.

#### **10.2.4 Krav til oppfølging**

Det er verdt å merke seg at om det er kort tid igjen til oppnådd pensjonsalder (fem til ti år) og man ligger an til å måtte betale toppskatt som pensjonist, kan IPS være en dårlig spareform. Dette kommer av at tidsrommet blir for kort til at skattefradragene på innbetalingene og avkastningen sammenlagt ikke vil veie opp for den skatten du må betale. En pensjonist som betaler toppskatt vil kunne risikere å betale 55 prosent i skatt av utbetalingene.

## 11 Forsikringsbasert sparing på 2000-tallet

Det ble gjort store endringer i forsikringsbasert sparing i denne perioden på grunnlag av endringene i pensjonssystemet (Obligatorisk tjenestepensjon (OTP) og pensjonsreformen fra 2011), med ulike innslag av privat sparing til pensjonen.

### 11.1 Livrente

#### 11.1.1 Avkastning

Som nevnt tidligere finnes det ulike typer livrente: livrente med garanti og fondsbasert livrente. Livrente med garanti ser ut til å ha gitt en stabil avkastning de siste ti årene. Blant annet oppgir Sparebank 1 at deres livrente har gitt en avkastning som ligger mellom 1 og 2 prosent høyere enn renten man ville fått på en sparekonto det siste tiåret. I følge Boye et al.(2008) har man vært garantert en bruttoavkastning på 2,75 prosent siden 2005. Den reelle avkastningen har som regel vært høyere. Av Tabell 3 kan vi se at bruttoavkastning hos Vital og

Avkastning livrente med garanti		
År	Vital	Storebrand
1999	9,60 %	
2000	8 %	
2001	3,60 %	
2001	3 %	
2003	6,50 %	
2004	5,40 %	
2005	5,80 %	7,3 %
2006		7,5 %
2007		11,8 %
2008		1,9 %
2009		5,7 %

Tabell 3: Avkastning for "Livrente med garanti" fra Vital og Storebrand. Kilde: Vital og Storebrand

Storebrand har vært tidvis svært mye høyere enn den garanterte bruttoavkastningen (merk at Storebrand har en garantert bruttoavkastning på 1,9 prosent). Dette var de tallene selskapene hadde tilgjengelig, og tabellen er derfor ufullstendig.

For fondsbasert livrente antar vi at fondene man kan investere i har utviklet seg likt som markedet generelt. Hvordan dette har endret seg har vi allerede gjort rede for.

#### 11.1.2 Risiko

Avkastningen ved livrente med garanti tilsvarer garanterte renter og overskuddsdeling. Ettersom man har garantert avkastning er derfor risikoen ved denne svært liten, og det er en

forholdsvis sikker spareform. Risiko til avkastning for fondsbasert livrente har endret seg tilsvarende som risikoen for aksjefond, som vi tidligere har diskutert.

De endringene som har vært gjort siste årene gjør ordningen mer usikker, ettersom det kan være flere endringer i gjære. Man kan derfor anse det å være noe politisk risiko ved sparing gjennom en slik ordning.

### **11.1.3 Skatt**

Frem til 2007 var sparing gjennom livrente en svært gunstig ordning skattemessig. Før hadde livrenteinnskuddene vært unntatt for formuesskatt, noe som ga ordningen store fordeler. Grunnet innføringen av OTP fant regjeringen det fornuftig å endre dette. Alle innbetalinger til livrenten frem til 6. oktober 2006 ble unntatt fra formuesbeskatning. Alt innbetalt og opptjent etter dette tidspunktet ble så belastet. For å oppnå skattefordelen før endringen måtte man ha midlene på konto med 12 års bindingstid. Kravet om bindingstid falt midlertidig bort med endringen av beskatningen. I perioden 1. januar 2007 til 31. desember 2010 var det mulig å ta ut pengene fra livrentekontoen ved gjenkjøp av avtalen uten å måtte betale straffeskatt.

Før 2007 var straffeskatten på 7 prosent. Fra og med 2011 må man betale en ekstraskatt på 3,5 prosent ved gjenkjøp av livrenten, dersom gjenkjøpsverdien er høyere enn de utbetalte midlene fratrukket allerede utbetalt beløp. Avkastningen på midlene skattlegges vanlig med 28 prosent, men skatten betales som nevnt tidligere først når pengene tas ut av konto. Dette har ikke endret seg siden år 2000.

På grunn av at noen kan ha forsikringsmessig bindingstid på avtalene sine kan det være at de ikke får utbetalt hele beløpet sitt. Det generelle kravet om bindingstid på minst 12 år og utbetalingstid på minst 6 år har ikke endret seg. Dette er fremdeles en illikvid ordning i utgangspunktet. Midlene blir bundet opp over en lengre periode og man bør være forholdsvis sikker på at man ikke vil trenge disse midlene før utbetalingene begynner.

#### 11.1.4 Krav til oppfølging

Det vil lønne seg å følge med på markedets utvikling ved sparing i livrente, og i særdeleshet om ordningen ikke er med en garantert minsteavkastning. På samme måte som med sparing i fond er det ingen grunn til å tro at kravet til oppfølging for den langsiktige investoren har endret seg i særlig grad gjennom 2000-tallet. Med de endrede skattereglene i siste halvdel av tiåret har også kravet til oppfølging økt.

#### 11.1.4 Oppsummering: Livrente på 2000-tallet

Avkastningen har vært varierende over 2000-tallet og har stort sett fulgt markedet. Har man hatt livrente med garanti har denne avkastningen, naturlig nok, variert mindre enn om man har hatt fondsbasert livrente med et risikabelt fond. Risikoen har utviklet seg tilsvarende. Skattemessig har ordningen blitt mindre lønnsom ettersom man må betale formuesskatt av innskuddene etter 2007.

### 11.2 Individuell pensjonssparing

For å se på utviklingen i IPS-ordningen (Individuell Pensjonssparing) vil det være naturlig å begynne med dens forløper: IPA-ordningen (Individuell Pensjonsavtale). Fra og med 1997 ble det mulig å spare til *pensjon med skattefradrag* i bank og verdipapirfond gjennom IPA-ordningen. For bank måtte sparingen skje på en egen pensjonssparingskonto. Man kunne spare inntil 40 000 kroner per år (det dobbelte som ektepar). Sparebeløpet ble trukket fra ens alminnelige inntekt og reduserte følgelig denne med 28 prosent av sparebeløpet. Det innestående ble forrentet tilsvarende annen langsiktig banksparing. Renteinntektene var ikke skattepliktige og det innestående ble ikke medregnet i beregning av formuesskatt. Bindingstiden var minst frem til fylte 64 år, men som regel frem til den generelle pensjonsalderen på 67 år (i særtilfeller kunne man starte utbetalingene tidligere). Utbetalingene skulle strekkes over minst ti år, og skulle være minst like store som utbetalt beløp forgående år (med mindre pensjonsalderen var lavere enn 67 år). Pensjonskontoen ble belastet tilsvarende som en bankkonto, og utbetalingene skattet som pensjonsinntekt.

IPA-ordningen ble endret 12. mai 2006. Fra og med denne datoen ga ikke innskuddene lenger fritak for inntektsskatt, men de som hadde betalt inn etter denne datoen kunne få

innskuddene tilbakebetalt. Ordningen beholdt fritaket for formuesskatt. Midlene som ble innbetalt før denne datoen beholdt imidlertid de opprinnelige skattefordelene (fritak for formuesskatt og utsatt inntektsskatt på avkastningen). Kontrakter som hadde innestående mindre enn 1,5 G (på dette tidspunktet 94 338 kroner) kunne utbetales før utgangen av 2006. Dette ville medføre at kontrakten ble avsluttet.

27. juni 2008 trådte en ny lov om skattefavisert pensjonssparing i kraft, IPS. Denne gav sparerer rett til fradrag i skattepliktig inntekt for innbetalinger på inntil 15 000 kroner årlig. Maksimalt fradrag ble da 4 200 kroner per år. I tillegg ble skattleggingen av avkastningen på de sparte midlene utsatt til utbetaling. Det ble ikke gjort endringer i forhold til formuesskatt, med andre ord er denne spareformen fremdeles unntatt formuesskatt. Minste utbetalingstid for IPS er over 10 år, og pensjonsalderen vil være 67 år om ikke annet er bestemt.

De som hadde opprettet individuelle pensjonsavtaler før 2008 fikk muligheten til å fortsette sparingen gjennom den nye ordningen. Man måtte da imidlertid fortsette i det samme produktet man var tegnet for tidligere. Hadde man eksempelvis opprettet kontrakten for banksparing fortsatte man med banksparing. Gjennom både IPA og IPS-ordningen har det vært fastsatt at pengene skal være bundet fra man begynner å spare til oppnådd pensjonsalder, og at utbetalingene skal være over 10 år. Slik sett har ordningen blitt hverken mer eller mindre likvid.

IPS er imidlertid noe mer fleksibel enn den tidligere ordningen. Den åpner blant annet for muligheten til å samle pensjonskapitalbevis (fripoliser) fra flere ulike individuelle pensjonsavtaler, tilsvarende slik mange har gjennom pensjonsavtaler på jobb. Det blir i tillegg mulig å samle individuelle pensjonsavtaler sammen med de pensjonsordningene man har på arbeidsplassen (gjelder ikke kollektive ytelsespensjoner). Samling av poliser vil gjøre det enklere å holde oversikt, samt bidra til å redusere kostnadene for forvaltning og administrasjon.

Man kan også velge mer selv når det gjelder utbetalingstid og utbetalingsbeløp. I utgangspunktet er tidligste starttid 67 år (i noen yrker er det lavere) og minste utbetalingstid er 10 år. Gjennom IPS kan man velge å utsette betalingen til etter 67 og strekke den over

lengre tid enn 10 år. Selv om ordningen har blitt noe mer fleksibel, er det likevel ikke blitt en særlig mer likvid spareform.

### **11.2.1 Avkastning**

Avkastning avhenger av hvorvidt man har fondsordning eller bankordning. Hvordan disse to spareformene har utviklet seg er diskutert tidligere.

### **11.2.2 Risiko**

Risikoen til spareformen IPA/IPS avhenger av hvorvidt man sparer gjennom aksjefond og/eller bank, og hvilken risikoprofil man har innenfor disse.

Om vi ser utviklingen over de siste ti årene har det vært store endringer i hvordan spareformen fungerer. Både innskuddsgrensen og skattereglene har endret seg. På grunn av de store endringene ordningen har blitt utsatt for av skiftende regjeringer kan man si at den politiske risikoen har økt. Uforutsigbarheten gjør det til en forholdsvis upredikerbar investering.

### **11.2.3 Skatt**

Skattemessig har det vært noen endringer over de siste ti årene. Ordningen har hele tiden vært unndratt for formuesskatt. Mellom mai 2006 og juni 2008 fikk man ikke benytte seg av utsettelsen av inntektsskatt, noe som gjorde ordningen mindre gunstig i denne perioden. Etter juni 2008 ble i tillegg sparebeløpet redusert til 15 000 kroner, noe som gjør skattefordelene mindre. Skattemessig har dermed ordningen blitt mindre gunstig over denne tiårsperioden.

### **11.2.4 Krav til oppfølging**

De stadige endringene i ordningen i andre halvdel av tiåret har ført til økt krav til oppfølging.

**11.2.5 Oppsummering: Individuell pensjonssparing på 2000-tallet**

Det har vært store endringer i denne ordningen for pensjonssparing. Avkastningen har generelt variert med bankrenten og aksjemarkedet alt etter hvilken ordning man har hatt. En annen faktor ved avkastning som har endret seg er sparebeløpet, som har blitt redusert fra 40 000 til 15 000 årlig og fått følger for skattefordelen. De mange endringene har gitt denne ordningen et dårlig rykte og mange selskaper tilbyr ikke lenger denne ordningen. Oppfølgingskravet kan derfor også sies å ha økt.



## 12 Eksemplifisering

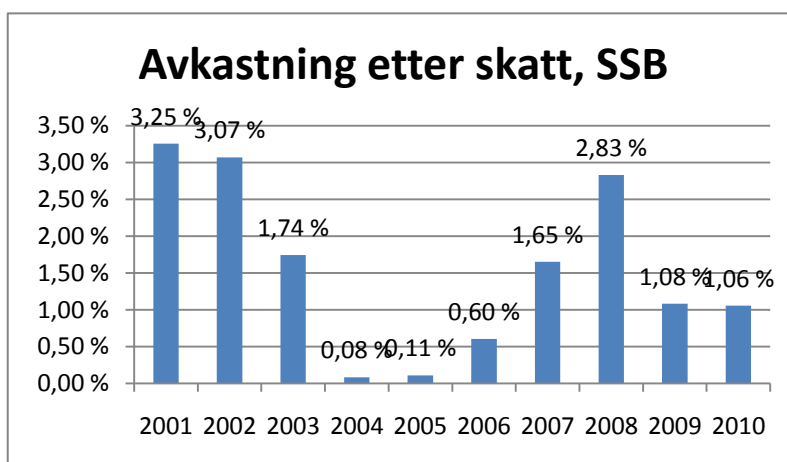
For å forsøke å konkretisere informasjonen vi har samlet om de ulike spareformene, har vi konstruert noen eksempler som viser hvordan disse har utviklet seg på 2000-tallet. Eksempelene er stort sett basert på gjennomsnittlige tall eller, i de tilfeller der dette har vært vanskelig å oppdrive, enkeltobservasjoner som ikke nødvendigvis er representative for tiåret generelt, bona fide. De bør derfor bare tolkes veiledende. Vi må for ordens skyld nevne at det for sparing generelt ikke er sånn at historisk avkastning er noen garanti for fremtidig avkastning. Likevel synes vi oppsummeringen belyser interessante sider ved de forskjellige investeringene, og får frem forskjellene mellom dem.

### 12.1 Sparing i bank- et eksempel

Sparing i bank er den spareformen med sikrest avkastning og lavest risiko. Det er også trolig den spareformen som de fleste vil tenke på når de tenker sparing.

I denne analysen ser vi på avkastningen til to ulike renteutviklinger. Først ser vi på Statistisk Sentralbyrås tall for gjennomsnittlig innskuddsrente, deretter ser vi på innskuddsrenten for høyeste trinn til en sparekonto hos Nordea. Vi valgte å benytte oss av Nordeas renter ettersom de var den banken som kunne oppgi den lengst sammenhengende rentebanen for én kontotype over denne perioden (renten i 2010 er tatt fra SSB).

Vi forutsetter i vår utregning at man sparer 1 000 000 over en tiårsperiode. Vi har ikke hensyntatt gebyrer, ettersom vi ser på disse som minimale i en sammenheng hvor man sparer et høyt beløp over en tiårsperiode. Man setter pengene på konto 1. januar 2001 og tar disse ut 31. desember 2010.

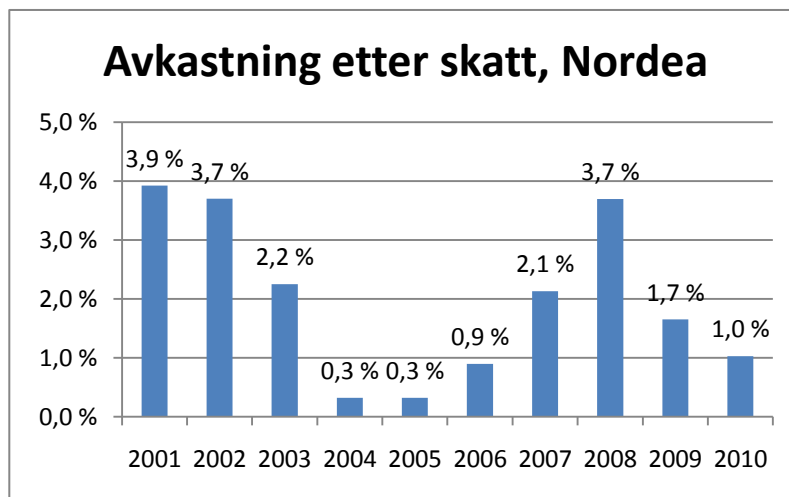


Figur 19: Avkastning etter skatt ved bruk av "Bankenes Innskuddsrente" fra Statistisk Sentralbyrå.

La oss først se på et eksempel med Statistisk Sentralbyrås gjennomsnittlige innskuddsrente (se vedlegg 2). Ved denne sparingen ville man ha 1 164 563 kroner på konto ved utgangen av 2010 (etter alle skattene er trukket fra). Dette tilsvarer en samlet avkastning på 16,4 %, eller en gjennomsnittlig årlig avkastning på 1,54 %. For Nordea (se vedlegg 3), som har en generelt høyere rente, er de tilsvarende tallene henholdsvis 21,7 % og 1,98 %.

Vi kan forsøke å se på hvordan avkastningen har endret seg fra første halvdel til andre halvdel av 2000-tallet. La

oss tenke oss at man setter 1 000 000 inn på konto i begynnelsen av henholdsvis 2001 og 2006 og lar pengene stå der i fem år. Vi ser da at første halvdel av 2000-tallet hadde høyere avkastning (skatt inkludert)



enn andre halvdel. Dette er

Figur 20: Avkastning etter skatt, Nordea

på tross av at vi vet at formuesskatten ble redusert fra 2005. For Statistisk Sentralbyrås tall er den gjennomsnittlige årlige avkastningen fra 2001 til 2005 1,64%, mot 1,48% i perioden 2006 til 2010 (se vedlegg 4). For Nordea er tallene for tilsvarende perioder henholdsvis 2,09 % og 1,92 % (se vedlegg 5).

Banksparing gir oss altså, ikke overraskende, en forholdsvis lav avkastning over perioden, men med relativt små svingninger.

## 12.2 Eiendomssparing – et eksempel

Det finnes utallige måter å investere i bolig på, og avkastningen er avhengig av en mengde faktorer. Skatter og avgifter er avhengig av blant annet ligningsverdier som varierer fra bolig til bolig, og som i tillegg er vanskelig å finne nøyaktige tall for helt tilbake til 2000. I tillegg til dette er det usikkerhet i forbindelse med anslått verdistigning på boligen, i tillegg til nivået på utleiepriser. Både boligpriser og utleiepriser varierer naturligvis også veldig ut fra

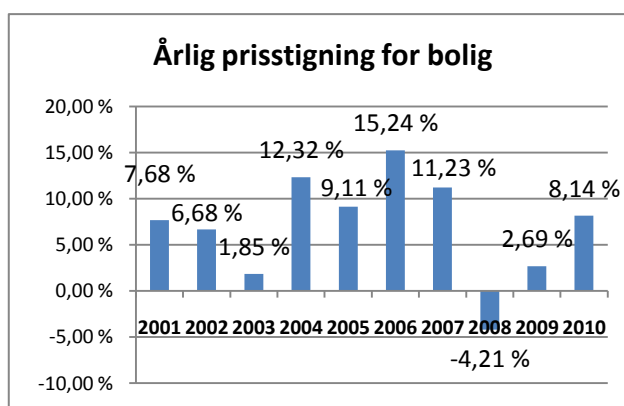
beliggenhet, størrelse og fasiliteter. Beregningene våre, gjort på gjennomsnittspriser, gir likevel et omtrentlig bilde av hvordan den gjennomsnittlige avkastningen var for det gjeldende tiåret ved investering i bolig.

Ved utregning av lønnsomheten av boliginvestering har vi valgt et investeringsbeløp på 2 000 000 kroner. Begrunnelsen for valgt beløp er at det skal være nok til å faktisk skaffe seg en bolig, i tillegg er det høyt nok til at formuesskatt oppstår. Vi har hele tiden antatt at investor tilhører skatteklasser 1. I tillegg har vi antatt at kvadratmeterprisen vi bruker gjelder for 31. desember i gjeldende år. Dette gjelder også for utleieprisen. Denne antar vi for enkelhetens skyld at blir utbetalt som "lump sum" den 31. desember hvert år. Vi har valgt å se bort i fra eiendomsskatt, ettersom det er en svært kommunespesifikk skatt og dermed vil være vanskelig å anslå for en "gjennomsnittsbolig". Samlet opp i posten "meglerhonorar" i tabellene for beregningene har vi alle utgifter i forbindelse med salg av bolig. Denne er estimert til 2,5 % av salgpris. Avisartikler datert både mot slutten av 90-tallet og mot slutten av 2010 skriver at 2,5 % er normalt i meglerhonorar for boliger med salgpris under 1-2 millioner. For boliger med høyere verdi enn dette er gjerne meglerhonoraret litt lavere (1,5 % - 2,0 %). Vi velger likevel å bruke 2,5 % for å ta høyde for andre påløpte kostnader som er vanskelig å estimere nøyaktig, som eksempelvis utgifter til tilstandsrapport og annonsering. Utregningene våre er også basert på bruk av 20 % av markedsverdi som ligningsverdi for primærboliger (boliger som eier bor i), siden dette er det generelle gjennomsnittet for perioden i følge Statistisk Sentralbyrå. Vi har videre valgt å bruke det dobbelte (40 %) som ligningsverdi for sekundærboliger (boliger brukt til utleie) ettersom maksimalgrensen for dette (60 %) er det dobbelte av maksimalgrensen for primærboliger (30 %).

Den første beregningen vi foretok var ved investering i en gjennomsnittsbolig i Norge 1. januar 2001 og salg av denne boligen 31. desember 2010. Med en kvadratmeterpris på 12 974 kroner gir en investering på to millioner (pluss gebyrer på totalt 50 772 kroner) en bolig på 154,2 kvadratmeter. I beregningen forutsatte vi at boligeieren ikke leier ut boligen, men bor i den selv. Ligningen blir således 20 % av markedsverdi. Iberegnet alle skatter og avgifter gir denne investeringen en gjennomsnittlig årlig avkastning på 6,09 % (se vedlegg 6). Hadde ligningsverdien vært satt til maksimal verdi, 30 % av markedsverdi, ville den

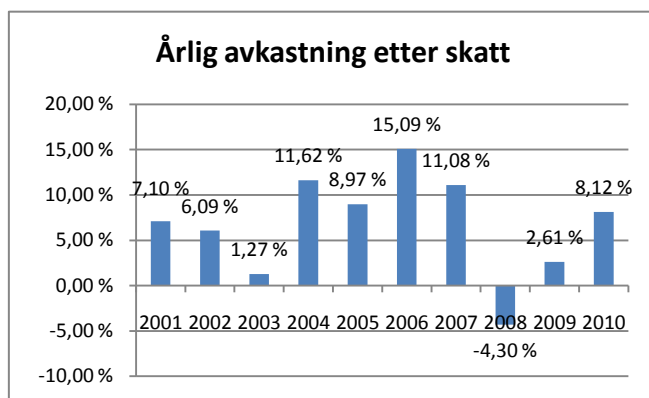
gjennomsnittlige årlige avkastningen synke til 5,77 %. En reduksjon av ligningsverdien til 15 % av markedsverdi ville ført til en økning i avkastning til 6,25 %. Dersom man gjør samme investering, men ser bort fra alle skatter og avgifter, ville den gjennomsnittlige årlige avkastningen være på 6,94 % (se vedlegg 7). Skatter og avgifter senker altså den gjennomsnittlige årlige avkastningen med 0,85 prosentpoeng eller 12,2 prosent. Dette er under halvparten av hva skattesatsen for alminnelig inntekt er (28 %) og viser tydelig at investering i bolig er en skattemessig gunstig investeringsform.

For å kartlegge lønnsomheten for boliginvestering sjekket vi først hvordan lønnsomheten i første halvdel av tiåret var, sammenlignet med lønnsomheten i andre halvdel. Vi foretok derfor en beregning med samme forutsetninger som den ovenfor, bortsett fra tidshorizonten. Forskjellen var at vi i denne antok at en investor kjøpte bolig 1. januar 2001 og solgte denne boligen 31. desember 2005. Så sammenlignet vi dette med en investering i bolig 1. januar 2006 med påfølgende salg 31. desember 2010. Ved utregningen antok vi at investoren som kjøpte bolig i 2006 fikk kjøpe en bolig av samme størrelse som ble kjøpt i 2001, og derfor at denne investeringen kostet 2 867 735 kroner (pluss gebyrer pålydende 77 605 kroner). Utregningene viser at investering i den første perioden gav en årlig gjennomsnittlig avkastning på 5,89 %. Dette er noe høyere enn for andre periode, som gav en gjennomsnittlig årlig avkastning på 5,21 % (se vedlegg 8). Begge periodene hadde lavere gjennomsnittlig årlig avkastning enn perioden sett under ett. Dette skyldes gebyrene man må betale i forbindelse med kjøp og salg av boligen. På grunn av at dokumentavgift og meglerhonorar regnes som 2,5 % av henholdsvis kjøpspris og salgspris vil disse selvsagt være høyest for den siste halvdel av tiåret, siden beløpet som investeres her er høyere. Dersom vi ignorerer gebyrene vil likevel første periode gi en høyere gjennomsnittlig årlig avkastning (6,96 %) enn andre periode (6,28 %). Grunnen til denne forskjellen i gjennomsnittlig avkastning skyldes forskjeller i boligprisutvikling og forskjeller i skatting.



Figur 21: Årlig prisstigning på bolig. Kilde: Norges Eiendomsmeglerforbund.

I gjennomsnitt har boligprisene, som tidligere nevnt, økt med 6,94 % årlig i gjennomsnitt. Det er for øvrig store forskjeller i når den største økningen har vært. Første halvdel av tiåret var den gjennomsnittlige årlige økningen i prisen for boligen på 7,47 % (se vedlegg 9). Dette er en del høyere enn den gjennomsnittlige prisstigningen for andre halvdel, som bare er på 6,40 %. I Figur 21 er den årlige prisstigningen vist. Når det gjelder skatter og gebyrer for tiåret har de hatt en annen utvikling. Frem til og med 2004 var det som tidligere nevnt fordelsbeskatning av boliger. Dette, i tillegg til mindre gunstig formuesskatt, gjør at dersom man ser kun på skatter og gebyrer/avgifter kan man se at investering i bolig har blitt mer lønnsomt i løpet av tiåret. For å regne på dette antok vi at det var null prisstigning på boliger i løpet av perioden. Vi regnet med en konstant boligpris på 2 000 000 kroner gjennom hele tiåret og beregnet avkastningen deretter. Resultatet ble en gjennomsnittlig årlig avkastning på -1,40 % fra og med 2001 til og med 2005 (se vedlegg 10). Det tilsvarende tallet for 2006 til og med 2010 er -1,05 %.



Figur 22: Årlig avkastning etter skatt for boliginvestering.

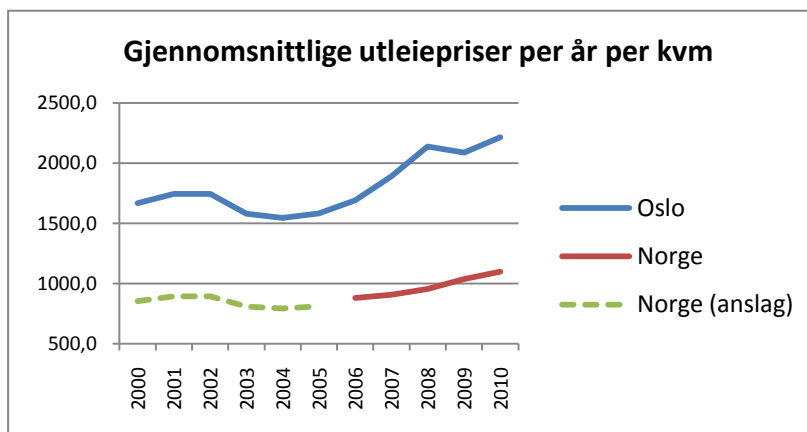
For å oppsummere en investering i bolig uten utleie, regnet vi ut den årlige avkastningen en slik investering ville ha hatt. I denne utregningen valgte vi å se bort fra gebyrer for kjøp og salg for at ikke kjøps- og salgsårets avkastning skulle domineres av disse beløpene (se vedlegg 11). Resultatet av utregningen vises i Figur 22. Her kan man se at

avkastningen har vært høyst variabel gjennom tiåret. Det kan virke som om også boliginvesteringer har fått merke finanskrisen på nært hold, jevnfør den negative avkastningen i 2008. Avkastningen har likevel vært ganske bra, blant annet takket være en effektiv skattesats på gjennomsnittlig ca 12,2 %.

Boliginvestering er altså lønnsomt, men det kan være enda mer lønnsomt dersom man også leier ut boligen sin. Dessverre har vi ikke klart å spore opp gjennomsnittlige utleiepriser for landet lengre tilbake enn til 2006. Vi har derfor valgt å benytte oss av gjennomsnittlige utleiepriser for Oslo, som vi har delvis dokumentert, delvis estimert helt fra starten av tiåret

(se vedlegg 1 for detaljer).

Det som er sikkert er at utleieprisene i Oslo, som for boligprisene, er en del høyere enn for hele landet under ett. Dette kommer frem i Figur 23 som sammenligner utleieprisene for Oslo og hele landet.



Figur 23: Gjennomsnittlige utleiepriser per år per kvadratmeter.

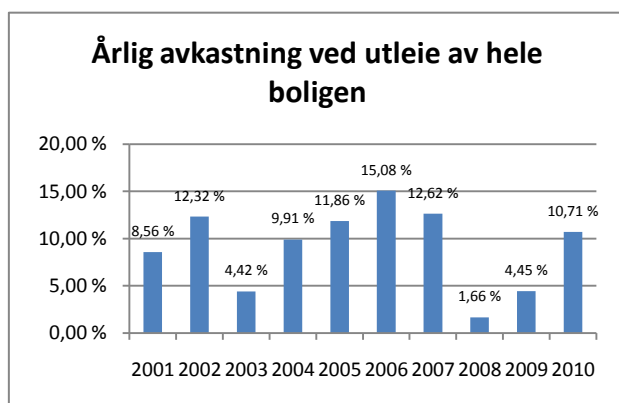
Prisene er oppgitt per kvadratmeter i året.

For å gjøre beregninger på lønnsomheten ved utleie av bolig tok vi igjen utgangspunkt i en investering i bolig på 2 000 000 (pluss gebyrer på til sammen 50 772 kroner). Dette tilsvarer for Oslo en bolig på 107,4 kvadratmeter. Ellers er forutsetningene lik forutsetningene under tidligere beregninger, bortsett fra at vi vil bruke ligningsverdi lik 40 % av markedsverdi (på grunn av boligens status som sekundærbolig). I tillegg til en høyere ligningsverdi måtte man også ha betalt skatt av overskuddet ved salg av boligen, siden boligen ikke er brukt av investoren selv minst ett av de siste to årene. Investering i, og utleie av, denne boligen vil gi en gjennomsnittlig årlig avkastning på 9,22 % (se vedlegg 12). Ved bruk av ligningsverdi lik 60 % av markedsverdi, i stedet for 40 %, vil denne gjennomsnittlige årlige avkastningen kun være på 8,50 %. Sammenlignet vil en investering i en bolig i Oslo uten utleie av boligen, gi en avkastning på 5,94 %. Altså noe lavere enn for landet sett under ett, og mye lavere enn ved utleie av boligen. Her må det likevel nevnes at vi ikke har tatt hensyn til de utgifter som utleie av bolig måtte medføre i forbindelse med å finne seg et alternativt sted å bo.

Også ved utleie av bolig har vi forsøkt å sammenligne første halvdel av tiåret med andre halvdel. Dette ble gjort på samme måte som tidligere. Investeringsalternativ 1 var kjøp av bolig 1. januar 2001 med salg av boligen 31. desember 2005. Investeringsalternativ 2 var kjøp av tilsvarende bolig 1. januar 2006 med salg 31. desember 2010. Også ved utleie av bolig lønner det seg å investere i første halvdel av tiåret. Dette ville gitt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 10,29 %, mens en investering i siste halvdel ville gitt en gjennomsnittlig

årlig avkastning på 9,51 % (se vedlegg 13). Hadde man sett bort i fra gebyrer/avgifter slik som vi gjorde på tilsvarende investering for hele landet, ville resultatene vært 11,40 % og 10,60 % for henholdsvis første og andre halvdel av tiåret. Det ville altså fortsatt vært mest lønnsomt med investering på starten av tiåret.

En enda mer lønnsom investering ville ha vært dersom man kunne leie ut 50 % av boligen og selv bo i de resterende 50 %. Da ville man ha sluppet å skatte av utleieinntektene og salgsoverskuddet, og man ville ha fått lavere ligningsverdi med boligens status som primærbolig. I tillegg ville man ha sluppet å betale for et alternativt sted å bo. Denne investeringen, alt annet like som i tidligere eksempel, ville ha gitt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 9,61 % over de ti årene fra 2001 til 2010 (se vedlegg 14). Dette er med andre ord den mest lønnsomme investeringen i bolig over hele tiårsperioden. selv *før* man tar hensyn til kostnader forbundet med alternativt sted å bo.



Figur 24: Årlig avkastning ved kjøp og utleie av bolig.

Alt i alt er boliginvestering med utleie, ikke overraskende, mer lønnsomt enn uten utleie, riktignok før vi tar hensyn til kostnader med anskaffelse av alternativt sted å bo for investor. For oversiktighetens skyld fant vi også ut hva den avkastningen ved boliginvestering med utleie var per år, vist i Figur 24 (se vedlegg 15). Dette gjorde vi på samme

måte som ved boliginvestering uten utleie: vi tok ikke hensyn til kostnader ved kjøp og salg av bolig. Resultat er, i motsetning til boliginvestering uten utleie, positivt gjennom hele perioden. Likevel er avkastningen som forventet ganske lav i 2008.

### 12.3 Sparing i aksjer og fond – et eksempel

For å oppsummere hvordan finansielle investeringer har sett ut gjennom 2000-tallets første tiår, har vi gjort beregninger på forskjellige investeringer. Vi har i denne konklusjonen valgt å se bort fra sparing i enkeltaksjer av flere grunner. Hovedgrunnen for dette er at det å spare i

aksjer i ett selskap er forbundet med svært høy risiko. Vi anser selv dette som mer egnet for spekulasjon enn sparing.

Vi har i denne eksemplifiseringen valgt å se nøyere på utviklingen til tre forskjellige fond: et aksjefond, et obligasjonsfond og et pengemarkedsfond. På grunn av store endringer i beskatning av aksjer og fondsandeler er det vanskelig å helt nøyaktig beregne avkastningen disse produktene har hatt igjennom 2000-tallets første tiår, men vi føler likevel at utregningene våre gir et visst anslag. Valget vårt av fond er gjort på grunnlag av Nordnet sin liste over hvilke norske fond som har hatt den beste avkastningen gjennom de siste ti årene.

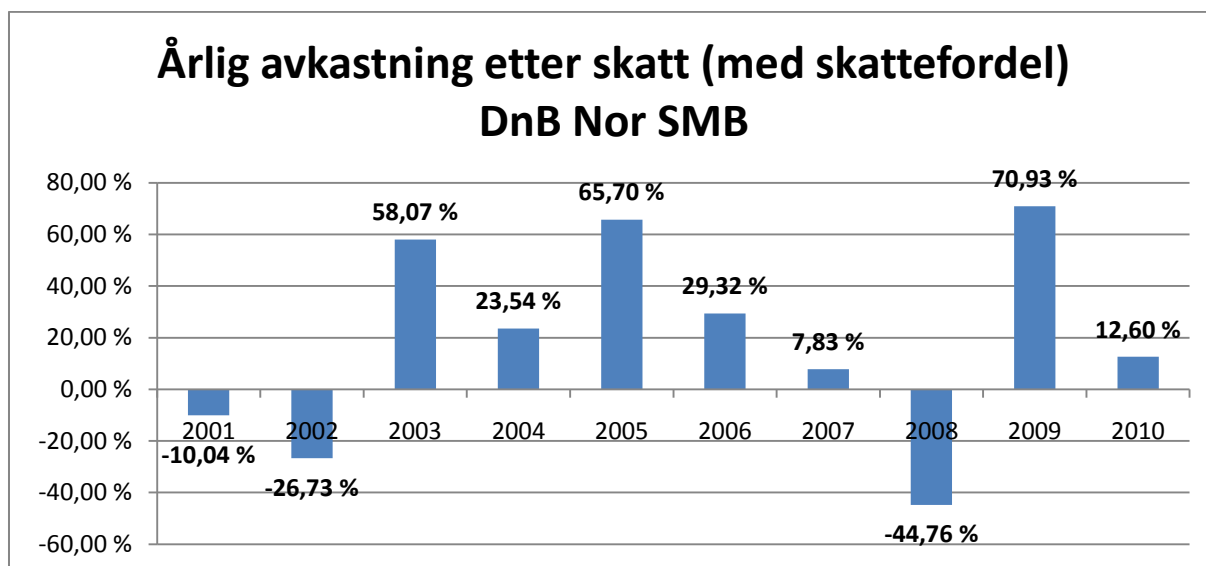
### **12.3.1 Aksjefondet DnB Nor SMB**

DnB Nor SMB er et aksjefond som investerer i små- og mellomstore selskaper som gjennom SMB-indeksen er registrert på Oslo Børs. SMB-indeksen har en mindre andel av energiselskaper enn hovedindeksen. På den måten blir den mindre påvirket av oljepris og dollarkurs. Aksjefondet har hatt en løpende annualisert avkastning hele 5,03 % høyere enn SMB-indeksen de siste ti år (per 06. mai 2011). Risikoen forbundet med investering i fondet er ganske høy. På Morningstars risikobarometer, en skala fra 1 til 10, gis DnB Nors SMB fond risikonivå 9. Per 6. mai 2011 hadde fondet et tre års standardavvik på 31,06. Fondet har eksistert fra 16. mars 2001 og betaler ikke ut utbytte. Fortjeneste (eller tap) ved investering i fondet vil dermed komme som kursgevinst (eller kurstap) ved realisasjon av ens fondsandeler. Fondet har en total kostnad på 2,01 %.

Ved utregning av årlig gjennomsnittlig avkastning har vi antatt at kostnader med fondet (forvaltningskostnader m.m.) beregnes prosentvis fra gjennomsnittet av kursen 1. januar og 31. desember gjeldende år. Vi antar også at denne kostnaden trekkes fra på slutten av året. Formuesskatten antar vi at regnes ut fra kursverdi per 31. desember gjeldende år. Ved salg antar vi at dette skjer etter årets avgifter er betalt. For å kunne regne ut RISK (Regulering av Inngangsverdi med Skatlagt Kapital) har vi også antatt at en andel i fondet tilsvarer minsteinvesteringen på 1 000 kroner. Vi har også regnet ut den årlige avkastningen etter skatt med og uten skattefordel. "Med skattefordel" innebærer at vi antar at investor har annen skatt han kan regne skattefradrag fra denne investeringen mot. For disse utregningene antok vi også at en andel var lik 1 000 kroner gjennom hele tiårsperioden. Vi



antar også at andelen kjøpes 1. januar og selges 1. januar året etter. På den måten får investor benyttet fordelene av RISK-justering og skjermingsfradrag. En siste antakelse vi gjør er at formuesligningen til SMB-fondet følger reglene for formuesligningen av SMB-aksjer.



Figur 25: Årlig avkastning etter skatt for aksjefondet DnB Nor SMB.

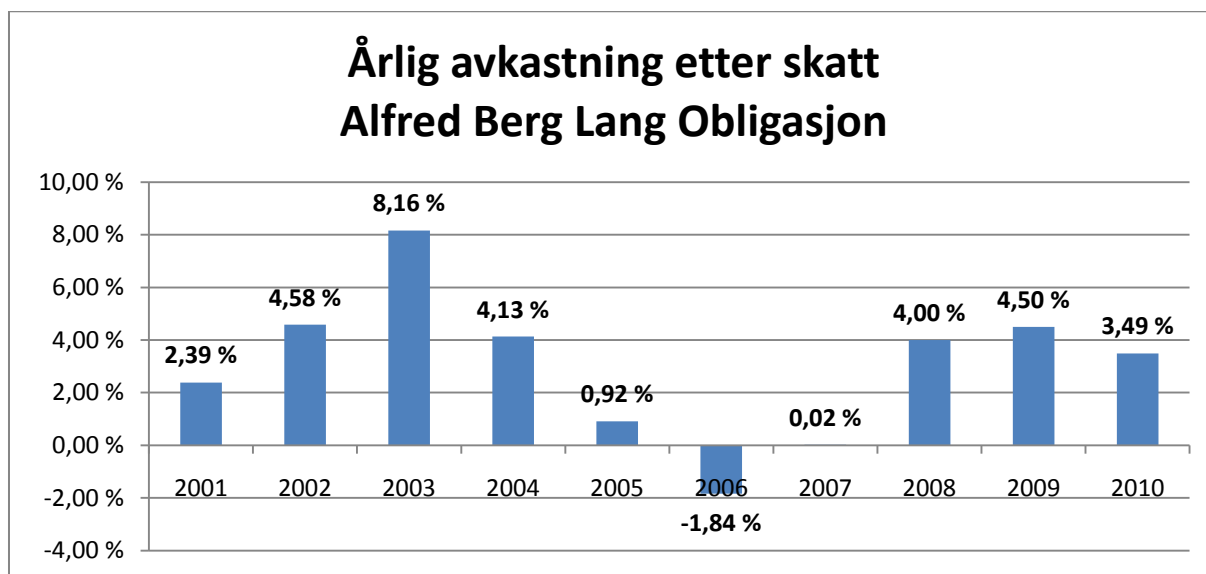
DnB Nor sitt SMB-fond har hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning fra og med starten av 2001 til og med 2010 på 15,17 %. Etter fratrekke av skatter og kostnader blir den gjennomsnittlige årlige avkastningen for en investor 9,63 % (se vedlegg 16). Fondet har hatt en høyst variabel avkastning i løpet av perioden med både store positive og negative enkeltavkastninger for noen år. Dette vises ved utregning av årlig avkastning. Tar vi med skattefordelen en negativ årlig avkastning gir (altså tillater negativ skatt under den forutsetningen at investor har annen skatt å regne dette mot) viser det seg at avkastning enkelte år er så lav som for eksempel -44,76 % i 2008 og -26,73 % i 2002 (se vedlegg 17). Dette oppveies for øvrig av år med ekstrem positiv avkastning, som 70,93 % avkastning i 2009 og 65,7 % avkastning i 2005 er eksempler på. Dersom vi ser bort fra skattefordelen (oppnådd av negativ avkastning) er utslagene enda større i årene med negativ avkastning. Da er fasiten hele -61,73 % avkastning i 2008 og -36,79 % avkastning i 2002 (se vedlegg 18).

### 12.3.2 Obligasjonsfondet Alfred Berg Lang Obligasjon

Alfred Berg Lang Obligasjon er et fond som investerer i pengemarkedsinstrumenter og obligasjoner utstedt eller garantert av stat, kommuner, fylkeskommuner, finansinstitusjoner eller øvrige kredittverdige bedrifter. Fondet har hatt en løpende avkastning de siste ti år på

0,31 % under referanseindeksen Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år (per 6. mai 2011). Risikoen forbundet med å investere i fondet er moderat. På risikobarometeret til Morningstar gis fondet en treer på en skala fra 1 til 10. Dette er basert på fondets totalrisiko. Fondet hadde per 31. desember 2010 et femårs annualisert standardavvik på 3,57 %. Realisasjonsgevinster og renteinntekter fra fondet utdeles andelseierne 31. desember. Utdelingen skjer enten i form av reinvestering i fondet eller utbetaling, og vil uansett være skattepliktig med 28 % på andelseiers hånd. Fondet har en totalkostnad på 0,61 %.

En investering i Alfred Lang Obligasjon 1. januar 2001 på 1 000 000 kroner med salg av andelene den 31. desember 2010, ville gitt en avkastning etter skatt og kostnader på 3,82 % (se vedlegg 19). Dette er 2,22 prosentpoeng lavere enn fondets avkastning i perioden (6,04 %). Avkastningen investering i dette fondet gir er altså en del lavere enn den som oppnås med investering i aksjefondet DNB Nor SMB. Dette gjelder naturligvis også for risikoen. Ser man på den årlige avkastningen fondet gir vil man se at denne er kun negativ i 2006. Alle andre år er avkastningen positiv. Høyest var den i 2003 med 8,16 %.



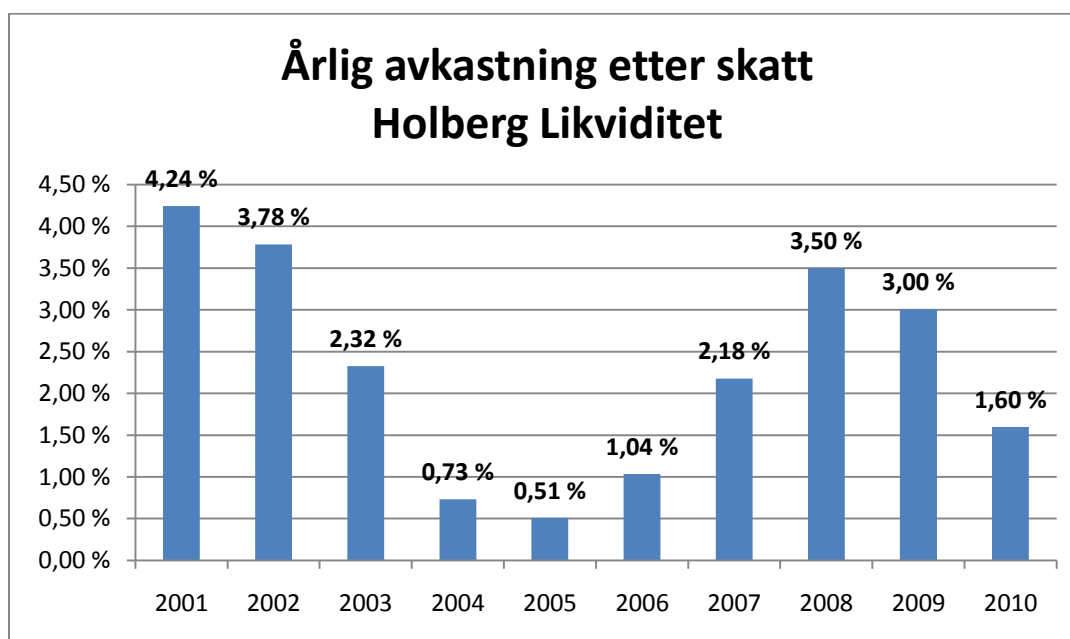
Figur 26: Årlig avkastning etter skatt for Alfred Berg Lang Obligasjon.

### 12.3.3 Holberg Likviditet

Holberg Likviditet er et pengemarkedsfond fra Holberg Fondene som investerer i bankinnskudd, sertifikater eller obligasjoner som har rentefølsomhet under ett år. Fondet investerer kun i papirer denominert i norske kroner, utstedt eller garantert av den norske stat, statseide foretak og lignende. Fondet kan også investere i selskaper som energiverk,

banker, kredittforetak eller solide industriselskaper. Holberg Likviditet har hatt en løpende avkastning de siste ti år på 0,68 % høyere enn referanseindeksen (3 måneders Statsobligasjonsindeks ST1X, per 6. mai 2011). Av Holberg Fondene karakteriseres risikoen som lav: en ener på en skala fra en til ni. Fondet har et standardavvik per 30. april 2011 på 0,7 %.

En investering i Holberg Likviditet vil i løpet av den aktuelle perioden gi lavest avkastning av de tre diskuterte fondene. Pengemarkedsfondet har i løpet av perioden hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 4,65 %. Etter fratrukk av kostnader og skatter ville en investor ha sittet igjen med en årlig gjennomsnittlig avkastning på 2,78 % (se vedlegg 20). Dette er altså 1,87 prosentpoeng lavere enn Alfred Berg Lang Obligasjon. Variasjonene i pengemarkedsfondet har også vært mindre. Det har ikke vært noen år med negativ avkastning. Den laveste årlige avkastningen var i 2005 med 0,51 %. De beste årene for fondet var i starten av perioden. I 2001 var avkastningen 4,24 %, mens den i 2002 var 3,78 %.



Figur 27: Årlig avkastning etter skatt for Holberg Likviditet.

## 12.4 Forsikringsbasert sparing – et eksempel

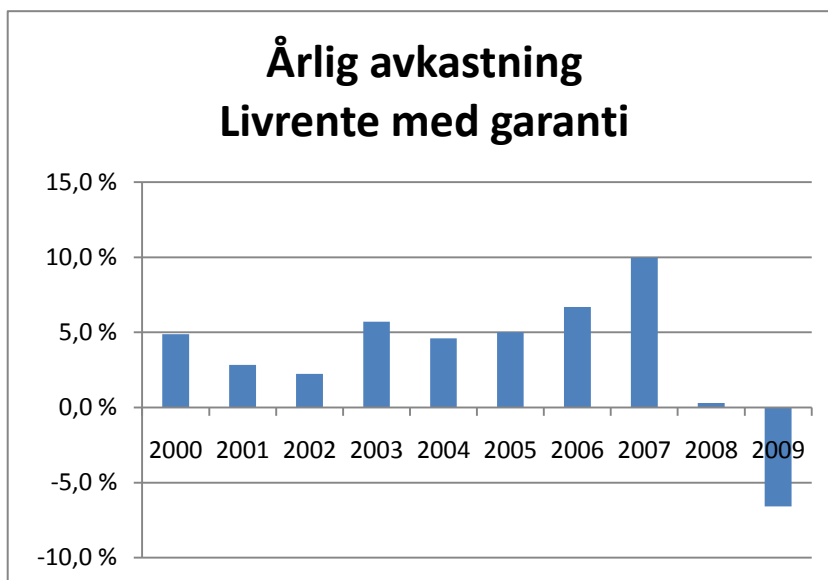
### 12.4.1 Livrente

For livrente tar vi for oss to ulike situasjoner. Én hvor man har investert i livrente med garanti, og én hvor man har investert i fondsbasert livrente. Kostnadene tar utgangspunkt i dagens kostnader for Storebrand.

La oss først se på en situasjon med garantert avkastning. Det viste seg vanskelig å få informasjon om utviklingen for denne typen sparing for ett enkelt selskap. Vi har derfor måttet benytte oss av tallene til to ulike selskaper: Vital og

Storebrand, der førstnevnte hadde tall for perioden 2000 til 2005 og sistnevnte for 2005 til 2009. Vi ser for oss at man begynner å spare 1.januar 2000 og så gjenkjøper avtalen ved utgangen av 2009.

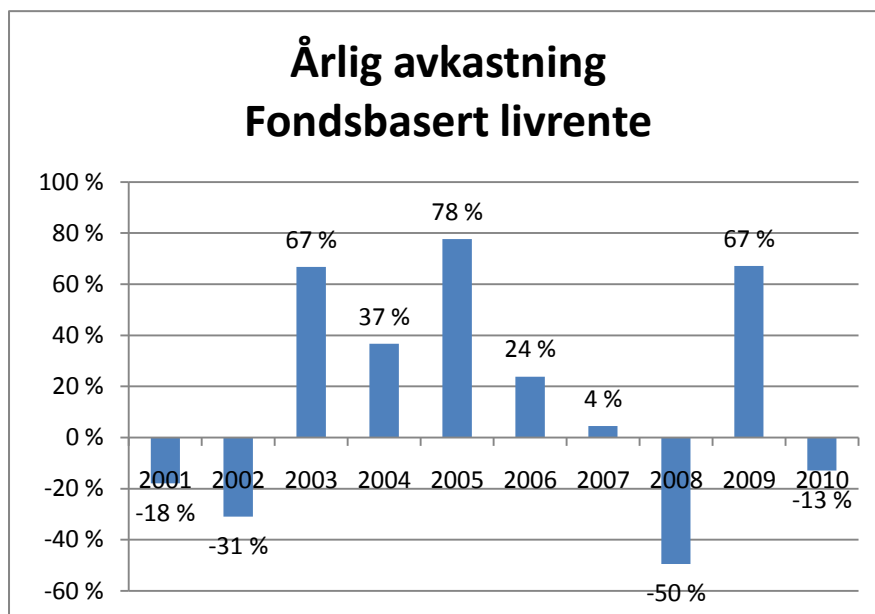
Av vår utregning får vi en årlig avkastning på 3,48 % (se vedlegg 21) etter at skattene er fratrukket. Sammenligner vi dette med et eksempel hvor man ikke trekker fra hverken skatt på avkastning eller formuesskatt, får vi, ikke overraskende, en noe høyere avkastning. Denne er på 4,86 % årlig (se vedlegg 22). Det bør nevnes at da formuesskatt ble innført for livrente hadde denne blitt redusert ganske mye siden begynnelsen av 2000-tallet. Om vi ser på hvordan avkastningen hadde vært om skattefordelen med utsatt skatt ikke ble regnet med, slik at man betaler skatt av avkastning og formue i hele perioden, får vi en årlig avkastning på 2,62 % (se vedlegg 23). Med andre ord var det mye å tjene på skattefordelene.



Figur 28: Årlig avkastning for livrente med garanti.

La oss så se på fondsbasert livrente. Her antar vi at man investerte hele sparebeløpet i det fondet som hadde høyest avkastning over denne tiårsperioden. Vi ser derfor for oss at man begynte å spare 1. januar 2001 og gjenkjøpte avtalen ved utgangen av 2010. Blant fondene

Storebrand kunne tilby var det Holberg Norge som hadde høyest avkastning, med 12,57%. I beregningen benytter vi oss av de kostnadene som Storebrand oppgir på sine hjemmesider i dag (9. mai 2011). Dette scenarioet gir



oss en årlig avkastning **Figur 29: Årlig avkastning for fondsbasert livrente.**

på 8,1 % (se vedlegg

24). Vi kan tenke oss å se på hvilken innvirkning formuesskatten har hatt. Ekskluderer vi denne fra de årene hvor den ble innført, får vi en noe høyere avkastning: 10,6 % (se vedlegg 25). Ser vi på hvordan ordningen hadde vært dersom skattefordelene ikke hadde vært gjeldende, med andre ord at man betalte skatt av avkastningen og betalte formuesskatt av innestående beløp, får vi 5,8 % (se vedlegg 26). Altså er utsettelsen av skatten på avkastning ganske gunstig.

#### 12.4.2 Individuell pensjonssparing

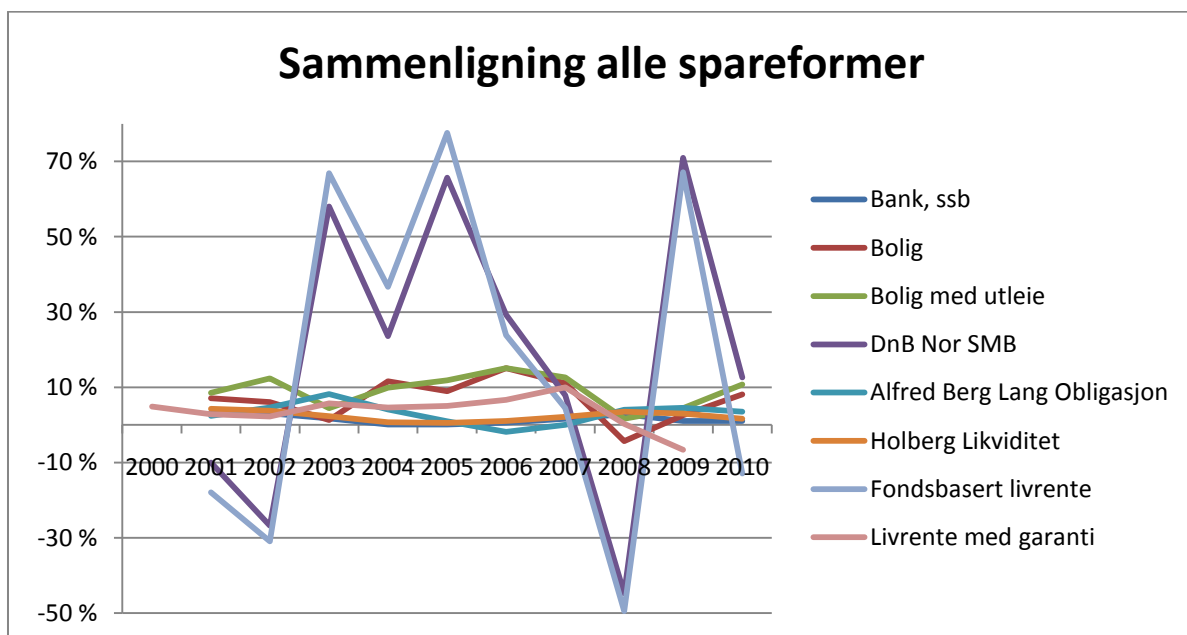
Dette er kanskje den spareformen vi har undersøkt som har hatt de mest drastiske endringene strukturemessig, med avvikling av IPA og følgende innbetalingsstopp, opphevelse av skattefordeler, gjeninnføring av ordningen med redusert sparebeløp og salgsstopp hos noen av de største bankene. Grunnet dette har vi valgt å ikke fokusere på hva avkastningen har vært over en lengre periode (ettersom det trolig ville vært mer forvirrende enn oppklarende). Vi har heller valgt å sammenligne den gamle ordningen IPA med den nye ordningen IPS for å forsøke å belyse fordeler og ulemper (se vedlegg 27).

Under IPA var maksimalt årlig sparebeløp 40 000 kroner, som ville gi en skattefordel på 11 200 kroner. Ved IPS-avtalen fra 2008 er maksimalt sparebeløp redusert til 15 000 kroner årlig og skattefordelen ble da kun 4 200 kroner.

Ordningen har gjennom hele perioden beholdt sin fordel med fritak fra formuesskatt.

## 12.5 Oppsummering av eksemplifisering

Vi har foretatt en sammenligning av den effektive avkastningen til de utvalgte investeringene, vist i Figur 30. Denne viser de store forskjellene man kan oppleve gjennom ulike former for sparing. Nivået på avkastningen og svingningene i denne varierer mye fra spareform til spareform, og avspeiler således deres iboende risikonivå. Felles for alle er at deres avkastning reflekterer den generelle markedssituasjonen. Dette kommer tydeligst frem i 2008 der finanskrisen førte til dårligere/negativ avkastning for alle spareformene.



Figur 30: Sammenligning av alle spareformer

## **13 Oppsummering**

Gjennom denne oppgaven har vi sett på ulike spareformer og hvordan disse har utviklet seg på 2000-tallet. Vi valgte å se nærmere på banksparing, eiendomssparing, aksje- og fondsparing og forsikringsbasert sparing. Kriteriene vi benyttet for vår vurdering av spareformene var avkastning, risiko, skatteregler og krav til oppfølging. Vi har også kort diskutert likviditet og institusjonelle endringer der dette har vært relevant. Disse faktorene har vi prøvd å se i sammenheng med den generelle økonomiske utviklingen på 2000-tallet.

Avkastning er det kriteriet som man tydeligst kan se har endret seg for alle spareformer. Det er også endringer i dette kriteriet som kanskje er mest synlig for den enkelte sparer. For banksparing er det renten som er avgjørende for avkastningen. Denne har i perioden vært varierende mellom 1,4 og 5,8 prosent, med andre ord en lav, men forholdsvis stabil, avkastning. For eiendomssparing er det først og fremst boligprisene som er avgjørende for avkastningen, men også utleieprisene. Begge deler har økt mye i løpet av perioden. Boligprisene har økt ganske betraktelig, i særdeleshet mellom 2003 og 2007. Avkastningen i aksjemarkedet var veldig bra frem til finanskrisen. Etter dette var det en periode med svært negativ avkastning, før den bedret seg igjen mot slutten av tiåret. Avkastningen for forsikringsbasert sparing har i stor grad variert tilsvarende som for bank og aksjefondsparing.

For banksparing har det ikke vært noen tydelig endring i risiko. Endringene i sikringsfondet kan ikke sies å ha hatt en nevneverdig innvirkning, og finanskrisen viste at ordningene for å sikre folks sparepenger fungerer. Risikoen i boligmarkedet i perioden har stort sett økt i takt med de økende boligprisene. Også for aksjemarkedet har risikoen økt, særlig på slutten av tiåret. Standardavviket for OSEBX var spesielt høyt under finanskrisen, men også årene etter har vært preget av mer uro enn tidligere på 2000-tallet. Risikoen for forsikrings sparing er i stor grad tilsvarende som for fondssparing. Både livrente og IPS har imidlertid vært utsatt for store endringer og har derfor hatt en noe økende politisk risiko utover tiåret.

Skattemessig har det ikke vært noen endringer for banksparing generelt, kun endring i formuesskatten. For boligsparing har skatleggingen endret seg i ganske stor grad. Fordelsbeskatningen ble avskaffet fra og med 2005 og gjorde eiendomssparing gunstigere.

Ligningsverdiene på bolig har for øvrig økt gjennom perioden, særlig fra og med 2010 med innføring av nye regler for ligning. Når det gjelder skattereglene for rentefond har disse vært uendret gjennom hele 2000-tallet. Aksje- og fondseiere har derimot fra 2006 måttet begynne å betale skatt på utbytte. Samtidig har det blitt innført skjermingsfradrag slik at beskatningen for andelseiere av fond uten utbytte totalt sett har blitt gunstigere. Ligningsverdien av aksjer og aksjefond har endret seg noe, men er per 2010 tilbake igjen til nivået ved inngangen av det nye millenniumet. Skattemessig har de forsikringsbaserte spareformene blitt mindre gunstige over tiåret. For livrente innførte man formuesskatt i 2007, og for IPS førte det reduserte sparebeløpet til at skattefordelen ved utsatt inntekt ble mindre.

For banksparing er det ingen store endringer som skulle tilsi at man skulle følge mer med på ens egen sparing enn tidligere. Det samme gjelder for boligsparing. Ser man på aksje- og fondssparing har det mot slutten av tiåret vært store bevegelser i markedet. Dette har nok ført til høyere krav for oppfølging for aktive investorer som ønsker avkastning på kort sikt. For langsiktige og mer passive investorer derimot har oppfølgingskravet vært bortimot uendret. For forsikringsbasert sparing har de stadige endringene gjort til at man nok burde være mer observant på hvordan spareformene utvikler seg enn tidligere.

Det finnes mange alternativer når man skal velge spareform. Det viktigste er at investor finner ut av hvilke kriterier som er viktig for en selv. Dersom man ønsker en høy avkastning må man også vurdere den økte risikoen denne innebærer. Hvor aktiv en investor vil være i oppfølgingen av spareformen er også viktig å tenke på. En kombinasjon av flere spareformer vil nok de aller fleste velge når de setter sammen sin optimale spareportefølje.



## 14 Referanser

### Litteratur:

- Aase, Knut K. (2011): *Long dated life insurance and pension contracts*, NHH, Bergen
- Bodie, Z. et al. (2008): *Investments*, 8th edition McGraw-Hill, Singapore
- Boye, Knut et al. (2008): *Personlig Økonomi 2008*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Boye, Knut et al. (2007): *Personlig Økonomi 2007*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Boye, Knut et al. (2006): *Personlig Økonomi 2006*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Boye, Knut et al. (2005): *Personlig Økonomi 2005*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Boye, Knut et al. (2002): *Personlig Økonomi 2003*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Boye, Knut et al. (2001): *Personlig Økonomi 2002*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Boye, Knut og Terje Hansen (1999): *Personlig Økonomi 2000*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Doppelhofer, G. (2009): *Intertemporal macroeconomics*, Cambridge Essays in Applied Economics, red: N. Allington
- Romer, D. (2001): *Advanced Macroeconomics*, McGraw-Hill, New York Kapittel 7: Consumption

### Lover:

- LOV-1959-10-23-3: "Oreigningslova"
- LOV-1981-06-12-52: "Verdipapirfondloven"
- LOV-1992-07-03-93: "Avhendingslova"
- LOV-1999-03-26-14: "Skatteloven"

### Rapporter:

- Aamo, Bjørn Skogstad (2011): *Bankkrisen tyve år etter – hva lærte vi?* Foredrag på valutaseminaret 7.februar 2011, Finanstilsynet.  
<[http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Foredrag\\_vedlegg/2011/Valutaseminar\\_2011\\_SkogstadAamo\\_Bankkrisen\\_tyve\\_ar\\_etter.pdf](http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Foredrag_vedlegg/2011/Valutaseminar_2011_SkogstadAamo_Bankkrisen_tyve_ar_etter.pdf)> (19.04.2011)
- Cappelen, Ådne og Torbjørn Eika, 2010, *2000-tallet: Fra optimisme til krise*, Oslo, Statistisk Sentralbyrå, <[http://www.ssb.no/emner/08/05/rapp\\_201014/rapp\\_201014.pdf](http://www.ssb.no/emner/08/05/rapp_201014/rapp_201014.pdf)>, (19.04.2011)
- Dyran, Geir J.(2008): *Økt kredittrisiko i Norge som følge av finansuroen*, Praktisk økonomi og finans 04/2008  
<[http://www.idunn.no/ts/pof/2008/04/okt\\_kredittrisiko\\_i\\_norge\\_som\\_folge\\_av\\_finansuroen](http://www.idunn.no/ts/pof/2008/04/okt_kredittrisiko_i_norge_som_folge_av_finansuroen)> (18.03.2011)
- Fisher, Kenneth L. og Meir Statman. (1999): *A Behavioral framework for Time Diversification*. Association for Investment Management and Research Mai/Juni 1999  
<<http://education.fisherinvestments.com/pdfs/FinancialAnalystsJournal/ABehavioralFrameworkForTimeDiversification.pdf>> (29.04.2011)
- Fjærli, Erik (2006): *Risiko i boligmarkedet*, Økonomiske analyser 5/2006, Statistisk Sentralbyrå  
< <http://www.ssb.no/emner/08/05/10/oa/200605/fjaerli.pdf>>(18.03.2011)
- Jackson, Kyle A. (2010): *International Property Rights Index: Report 2011*. Property Rights Alliance  
<<http://www.libinst.ch/publikationen/LI-IPRI-2011.pdf>> (13.05.11)
- Kran, Lars-Christian og Grete Øwre (2001): *Norges Banks system for å styre renten*. Penger og Kreditt 1/01. <[http://www.norges-bank.no/upload/import/publikasjoner/penger\\_og\\_kreditt/2001-01/kran.pdf](http://www.norges-bank.no/upload/import/publikasjoner/penger_og_kreditt/2001-01/kran.pdf)> (07.05.2011)

Kredittilsynet.(2009): *Årsmelding 2008*

<[http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Om\\_tilsynet/Årsmelding/Årsmelding%202008.pdf](http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Om_tilsynet/Årsmelding/Årsmelding%202008.pdf)> (18.05.2011)

### Faglig hjemmeside:

Bankenes Sikringsfond: <<http://bankenessikringsfond.no>>

Finanstilsynet: <<http://www.finanstilsynet.no>>

Norges Bank, <<http://www.norges-bank.no>>

Regjeringen, <http://www.regjeringen.no>

Skatteetaten: <<http://www.skatteetaten.no>>

Sparebankforeningen: <<http://sparebankforeningen.no>>

Statistisk Sentralbyrå: <<http://www.ssb.no>>

Verdipapirfondenes Forening: <<http://www.altomfond.no>>

### Internettider:

ABC Nyheter:

*Høyrentekonto*

<<http://www.abcnyheter.no/node/82683>> (26.02.2011)

*Livrente*

<<http://www.abcnyheter.no/node/83192>> (03.03.2011)

Aftenposten:

*Flere lovendringer skaper trygghet*

<<http://www.aftenposten.no/bolig/article3668225.ece>> (18.05.11)

Berg Sparebank:

*Individuell Pensjonssparing (IPS),*

<<http://temahefter.spama.no/temahefter/templates/subject.aspx?id=12599>> (02.03.2011)

Boligbygg:

*Markedsleie*

<<http://boligbygg.reeltime.no/?st=markedsleie>>(30.04.3011)

Dagbladet:

*Billigere å leie bolig*

<<http://www.dagbladet.no/dinside/2003/07/28/374552.html>> (30.04.2011)

Deutsche Sozialversicherung

*Basic Principles*

<[http://www.deutsche-sozialversicherung.de/en/guide/basic\\_principles.html](http://www.deutsche-sozialversicherung.de/en/guide/basic_principles.html)> (19.05.2011)

Din Side:

*Hva koster eiendomsmegleren?*

<<http://www.dinside.no/2357/hva-koster-eiendomsmegleren>> (03.05.2011)

*Regnestykket som kan bli til gull*

<<http://www.dinside.no/32782/regnestykket-som-kan-bli-til-gull>> (02.05.2011)

*To banker har andre regler bank*

<<http://www.dinside.no/805309/to-banker-har-andre-regler-bank>> (19.03.2011)

*Utleie: Dyrt å være lat*

<<http://www.dinside.no/26908/utleie-dyrt-aa-vaere-lat>> (18.05.2011)

E24:

*Ti år siden IT-boblen sprakk*

<<http://e24.no/makro-og-politikk/ti-aar-siden-it-boblen-sprakk/3552466>>( 30.03.2011)

## Finansportalen:

*Litt om skatt og finansielle tjenester*

<<http://www.finansportalen.no/Tips+og+råd/Skatt/Litt+om+skatt+og+finansielle+tjenester.1127992.cms>> (05.05.2011)

*Mer om sparing i bank*

<<http://www.finansportalen.no/Tips+og+råd/Bank/Bankinnskudd/Mer+om+sparing+i+bank.1127985.cms>> (25.02.2011)

*Pensjonssparing*

<<http://forbrukerportalen.no/temaer/investering/viewNG?section=pensjonssparing>> (05.03.2011)

## Hegnar Online:

*Selvangivelsen: Dette er nytt om formuesskatten*

<[http://www.hegnar.no/personlig\\_ekonomi/forbruker/article34602.ece](http://www.hegnar.no/personlig_ekonomi/forbruker/article34602.ece)>(08.05.2011)

## Jusstorget:

*Ekspropriasjon – kort innføring*

<<http://www.jusstorget.no/article.asp?Key=2&FagKey=26>>(13.05.2011)

## Kommunal Landpensjonskasse:

*KLP Ordliste*

<[http://www.klp.no/web/klpno.nsf/pages/OmKLPFinansiellinformasjonKLPordliste.html?open&disp\\_key=A95A20A414FD62A2C12572FB0028BAA8](http://www.klp.no/web/klpno.nsf/pages/OmKLPFinansiellinformasjonKLPordliste.html?open&disp_key=A95A20A414FD62A2C12572FB0028BAA8)> (13.05.2011)

## Morningstar:

*Alfred Berg Lang Obligasjon*

<<http://www.morningstar.no/no/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR04NED>> (06.05.2011)

*DnB Nor SMB*

<<http://www.morningstar.no/no/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR04P36>> (06.05.2011)

*Holberg Likviditet*

<<http://www.morningstar.no/no/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR04P2I&tab=0>> (06.05.2011)

*Perspektiver: Aksjeandelen bør økes*

<<http://www.morningstar.no/no/128/articles/86864/Perspektiver-Aksjeandelen-bør-økes.aspx>>(18.05.2011)

## Netfonds:

*Informasjon Alfred Berg Lang Obligasjon*

<<http://hopey.netfonds.no/fund.php?paper=AI-LANGO>> (06.05.2011)

*Informasjon om DnB Nor SMB*

<<http://norma.netfonds.no/fund.php?paper=DI-SMB>> (06.05.2011)

*Informasjon om Holberg Likviditet*

<<http://hopey.netfonds.no/fund.php?paper=HO-LIKV>> (06.05.2011)

*Oslo Benchmark Index i perioden 03.01.2001-31.12.2010*

<<http://hopey.netfonds.no//analysis.php?paper=OSEBX&exchange=OSE&from=20000101&to=20101231&period=&scale=linear&linewidth=1&height=350&width=700&STANDARD-DEVIATION=on&STANDARD-DEVIATION-PERIOD=15>>(30.03.11)

## Nordea:

*Nye skatteregler for privat sparing i IPA og livrente*

<<http://www.nordea.no/Privat/Pensjon+og+liv/Pensjon/Nye+skatteregler+for+privat+sparing+i+IPA+og+livrente/938502.html>> (07.05.2011)

## Nordnet:

*Informasjon om DnB Nor SMB*

<<https://www.nordnet.no/mux/web/fonder/fondfakta.html?classid=CLNO994194&ppm=0&nobuy=1&nm=DnB+NOR+SMB+Acc>> (06.05.2011)

*Informasjon om Holberg Likviditet*

<<https://www.nordnet.no/mux/web/fonder/fondfakta.html?classid=CLNO993918&ppm=0&nobuy=1&nm=Holberg+Likviditet+Inc>> (06.05.2011)

*Toppliste norske fond*

[https://www.nordnet.no/mux/web/fonder/topplistorMeny.html?flik=&topplista=104&sortering=fc\\_10\\_Year](https://www.nordnet.no/mux/web/fonder/topplistorMeny.html?flik=&topplista=104&sortering=fc_10_Year) (06.05.2011)

## Norges Eiendomsmeglerforbund:

*Boligprisstatistikk*

<<http://www.nef.no/xp/pub/topp/boligprisstatistikk>> (18.05.2011)

## p4:

*Nordmenn vil spare i bank*

<<http://www.p4.no/story.aspx?id=337388>> (24.05.2011)

## Skagenfondene:

*Livrente*

<https://www.skagenfondene.no/Spor-oss/Sporsmal-og-svar/Livrente/> (03.03.2011)

## Sparebank 1:

*For de fleste er livrenten fortsatt det beste valget!*

<[https://www2.sparebank1.no/portal/1001/3\\_privat?\\_nfpb=true&\\_pageLabel=page\\_privat\\_innhold&aId=1203685113923](https://www2.sparebank1.no/portal/1001/3_privat?_nfpb=true&_pageLabel=page_privat_innhold&aId=1203685113923)> (07.05.2011)

*Hvilke faktorer påvirker utlånsrenten,*

<[https://www2.sparebank1.no/portal/2329/3\\_privat?\\_nfpb=true&\\_pageLabel=page\\_privat\\_innhold&aId=1220975676380](https://www2.sparebank1.no/portal/2329/3_privat?_nfpb=true&_pageLabel=page_privat_innhold&aId=1220975676380)> (20.04.2011)

## Storebrand:

*Fondsoversikt Storebrand Link*

<[http://www.storebrand.no/web/sblinkweb.nsf/\(Fondsoversikt\)?OpenAgent=&Tab=1&Sort=&Cat1=&Cat2=&Cat3=&Cat4=IPA+Link](http://www.storebrand.no/web/sblinkweb.nsf/(Fondsoversikt)?OpenAgent=&Tab=1&Sort=&Cat1=&Cat2=&Cat3=&Cat4=IPA+Link)> (05.03.2011)

*IPA Link*

<[http://www.storebrand.no/site/stb.nsf/Pages/ipalink.html?OpenDocument&open\\_popup=http%3A//www.storebrand.no/site/stb.nsf/Pages/altomipalinkpop.html](http://www.storebrand.no/site/stb.nsf/Pages/ipalink.html?OpenDocument&open_popup=http%3A//www.storebrand.no/site/stb.nsf/Pages/altomipalinkpop.html)> (05.03.2011)

*Livrente*

<<http://www.storebrand.no/site/stb.nsf/Pages/livrente.html>> (05.03.2011)

## Tv2nyhetene:

*Rekorddyrt å leie leilighet*

<<http://www.tv2nyhetene.no/okonomi/rekorddyrt-aa-leie-leilighet-3378954.html>> (30.04.2011)

## Vital:

*Livrente*

[https://www.vital.no/person/produkter/livrente/livrente\\_forside.html](https://www.vital.no/person/produkter/livrente/livrente_forside.html) (03.03.2011)

*Vital Garanti Livrente*

<[https://www.vital.no/portalfront/vit/nedlast/produktark/person/439\\_GarantiLivrente.pdf](https://www.vital.no/portalfront/vit/nedlast/produktark/person/439_GarantiLivrente.pdf)> (05.03.2011)

VG:

*Ny IPA – like dårlig*

<<http://www.vg.no/dinepenger/artikkel.php?artid=139725>> (23.05.2011)

*Sparte 150.000 på å selge huset privat*

<<http://www.vg.no/dinepenger/artikkel.php?artid=10026752>> (03.05.2011)

Økonomiguiden:

*Individuell pensjonssparing (IPS)*

<<http://okonomiguiden.no/pensjon/ips/>> (02.03.2011)

## 15 Vedlegg

### Vedlegg 1: Estimerte utleiepriser for Oslo på 2000-tallet

Årstall	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kvadratmeterpris	1666,2	1745,5	1745,5	1578,4	1546	1582,3	1691	1889,8	2136,8	2087,8	2216
* Alle tall fra 2004 og utover er tatt direkte fra boligbygg.reeltime.no											
* Tallet fra år 2000 estimert ut fra artikkel fra tv2nyhetene.no der det opplyses om at boligprisene (riktignok på en ettroms i Oslo) har økt 33% siden 2000											
* Tallet fra år 2001 og 2002 er basert på to forskjellige artikler fra dinside.no											
* Tallet fra år 2003 er basert på artikkelen "Billigere å leie bolig" fra dagbladet.no der det står at utleieprisene i 2003 hadde sunket 10% fra året før											

### Vedlegg 2: Banksparing med Statistisk Sentralbyrås gjennomsnittlige innskuddsrente, med skatt.

antall år	10	skatt	0,28						
sparebeløp	1 000 000								
Bankenes innskuddsrente (Årlig gjennomsnitt)		Innestående 1.1	avkastning f.s	avkastning e.s	Innestående f.fs.	Formuesskatt	innestående 31.12		
2001	5,81 %	1 000 000	58 100	41 832	1 041 832	9300	1 032 532		
2002	5,56 %	1 032 532	57 409	41 334	1 073 866	9653	1 064 214		
2003	3,71 %	1 064 214	39 482	28 427	1 092 641	9859	1 082 782		
2004	1,38 %	1 082 782	14 942	10 759	1 093 540	9869	1 083 671		
2005	1,38 %	1 083 671	14 955	10 767	1 094 439	9600	1 084 839		
2006	2,02 %	1 084 839	21 914	15 778	1 100 617	9227	1 091 390		
2007	3,47 %	1 091 390	37 871	27 267	1 118 657	9245	1 109 412		
2008	4,98 %	1 109 412	55 249	39 779	1 149 191	8411	1 140 780		
2009	2,43 %	1 140 780	27 721	19 959	1 160 739	7598	1 153 141		
2010	2,09 %	1 153 141	24 101	17 352	1 170 494	5175	1 165 318		
			Avkastning			16,5 %			
			Gjennomsnittlig årlig avkastning			1,54 %			

### Vedlegg 3: Banksparing med Nordeas innskuddsrenter, med skatt.

antall år	10	skatt	0,28						
sparebeløp	1 000 000								
Bankenes innskuddsrente (Årlig gjennomsnitt)		Innestående 1.1	avkastning f.s	avkastning e.s	Innestående f.fs.	Formuesskatt	innestående 31.12		
2001	6,75 %	1 000 000	67 500	48 600	1 048 600	9375	1 039 225		
2002	6,45 %	1 039 225	67 030	48 262	1 087 487	9802	1 077 685		
2003	4,42 %	1 077 685	47 634	34 296	1 111 981	10072	1 101 909		
2004	1,72 %	1 101 909	18 953	13 646	1 115 555	10111	1 105 444		
2005	1,69 %	1 105 444	18 682	13 451	1 118 895	9869	1 109 026		
2006	2,44 %	1 109 026	27 060	19 483	1 128 510	9534	1 118 976		
2007	4,15 %	1 118 976	46 438	33 435	1 152 411	9617	1 142 794		
2008	6,21 %	1 142 794	70 968	51 097	1 193 891	8903	1 184 988		
2009	3,25 %	1 184 988	38 512	27 729	1 212 717	8170	1 204 547		
2010	2,09 %	1 204 547	25 175	18 126	1 222 673	5749	1 216 924		
			Avkastning			21,7 %			
			Gjennomsnittlig årlig avkastning			1,98 %			

**Vedlegg 4: Banksparing med Statistisk Sentralbyrås gjennomsnittlige innskuddsrente. Investering i to femårsperioder.**

antall år	5	skatt	0,28						
sparebeløp	1 000 000								
Bankenes innskuddsrente (Årlig gjennomsnitt)				Innestående 1.1	avkastning f.s	avkastning e.s	Innestående f.fs.	Formuesskatt	innestående 31.12
2001	5,81 %			1 000 000	58 100	41 832	1 041 832	9300	1 032 532
2002	5,56 %			1 032 532	57 409	41 334	1 073 866	9653	1 064 214
2003	3,71 %			1 064 214	39 482	28 427	1 092 641	9859	1 082 782
2004	1,38 %			1 082 782	14 942	10 759	1 093 540	9869	1 083 671
2005	1,38 %			1 083 671	14 955	10 767	1 094 439	9600	1 084 839
				1 084 839					
					Avkastning		8,5 %		
					Gjennomsnittlig årlig avkastning		1,64 %		
2006	2,02 %			1 000 000	20 200	14 544	1 014 544	8280	1 006 264
2007	3,47 %			1 006 264	34 917	25 141	1 031 405	8285	1 023 119
2008	4,98 %			1 023 119	50 951	36 685	1 059 804	7428	1 052 376
2009	2,43 %			1 052 376	25 573	18 412	1 070 789	6609	1 064 180
2010	2,09 %			1 064 180	22 241	16 014	1 080 194	4182	1 076 012
				1 076 012					
					Avkastning		7,6 %		
					Gjennomsnittlig årlig avkastning		1,48 %		

**Vedlegg 5: Banksparing med Nordeas innskuddsrenter. Investering i to femårsperioder.**

antall år	5	skatt	0,28						
sparebeløp	1 000 000								
Bankenes innskuddsrente (Årlig gjennomsnitt)				Innestående 1.1	avkastning f.s	avkastning e.s	Innestående f.fs.	Formuesskatt	innestående 31.12
2001	6,75 %			1 000 000	67 500	48 600	1 048 600	9375	1 039 225
2002	6,45 %			1 039 225	67 030	48 262	1 087 487	9802	1 077 685
2003	4,42 %			1 077 685	47 634	34 296	1 111 981	10072	1 101 909
2004	1,72 %			1 101 909	18 953	13 646	1 115 555	10111	1 105 444
2005	1,69 %			1 105 444	18 682	13 451	1 118 895	9869	1 109 026
				1 109 026					
					Avkastning		10,9 %		
					Gjennomsnittlig årlig avkastning		2,09 %		
2006	2,44 %			1 000 000	24 400	17 568	1 017 568	8313	1 009 255
2007	4,15 %			1 009 255	41 884	30 157	1 039 411	8374	1 031 038
2008	6,21 %			1 031 038	64 027	46 100	1 077 138	7619	1 069 519
2009	3,25 %			1 069 519	34 759	25 027	1 094 546	6870	1 087 676
2010	2,09 %			1 087 676	22 732	16 367	1 104 043	4444	1 099 599
				1 099 599					
					Avkastning		10,0 %		
					Gjennomsnittlig årlig avkastning		1,92 %		

**Vedlegg 6: Investering i gjennomsnittlig bolig i 2000-tallet**

Kjøpe gjennomsnittsbolig i Norge 01.01.2001 selge i 31.12.2010											
Kjøpssum	2 000 000										
Kvadratmeterpris 01.01.2001	12974,0										
Boligstørrelse	154,2										
Formuesskatt	1,10 %										
Ligningsverdi primær	20 % av markedsverdi										
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kvadratmeterpris	12974,0	13971,0	14904,0	15179,0	17049,0	18603,0	21439,0	23846,0	22843,0	23458,0	25368,0
Markedsverdi bolig	2 000 000	2 153 692	2 297 518	2 339 911	2 628 179	2 867 735	3 304 918	3 675 967	3 521 350	3 616 155	3 910 590
Ligningsverdi bolig	400 000	430 738	459 504	467 982	525 636	573 547	660 984	735 193	704 270	723 231	782 118
Utbetaling:											
- Utleie											
- Salg											3 910 590
Skatteinnbetaling:											
- Formuesskatt		2 797	3 056	3 132	3 651	3 870	4 391	5 027	3 517	2 786	903
- Skatt på utleie											
- Salg											
- Fordelsbeskatning		8 981	9 700	10 124	12 757						
Gebyrer/Avgifter:											
- Dokumentavgift	50 000										
- Tinglysingsgebyr	772										
- Meglerhonorar											97 765
SUM	-50 772	-11 777	-12 756	-13 256	-16 408	-3 870	-4 391	-5 027	-3 517	-2 786	3 811 922
	0										
Årlig gjsn avkastning	6,09 %										

**Vedlegg 7: Investering i gjennomsnittlig bolig, uten skatter og gebyrer**

Kjøpe gjennomsnittsbolig i Norge 01.01.2001 selge i 31.12.2010. Ser bort i fra alle skatter og gebyrer.											
Kjøpssum	2 000 000										
Kvadratmeterpris 2000	12974,0										
Boligstørrelse	154,2										
Formuesskatt	1,10 %										
Ligningsverdi primær	20 % av markedsverdi										
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kvadratmeterpris	12974,0	13971,0	14904,0	15179,0	17049,0	18603,0	21439,0	23846,0	22843,0	23458,0	25368,0
Markedsverdi bolig	2 000 000	2 153 692	2 297 518	2 339 911	2 628 179	2 867 735	3 304 918	3 675 967	3 521 350	3 616 155	3 910 590
Ligningsverdi bolig	400 000	430 738	459 504	467 982	525 636	573 547	660 984	735 193	704 270	723 231	782 118
Avkastning											
- Utleie											
- Salg											3 910 590
Skatt											
- Formuesskatt											
- Skatt på utleie											
- Salg											
- Fordelsbeskatning											
Gebyrer/Avgifter											
- Dokumentavgift											
- Tinglysingsgebyr											
- Meglerhonorar											
SUM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3 910 590
	0										
Årlig gjsn avkastning	6,94 %										

**Vedlegg 8: Investering i bolig over to femårsperioder.**

Kjøpe gjennomsnittsbolig i Norge 01.01.2001 selge i 31.12.2006 vs. Kjøpe i 01.01.2006 selge i 31.12.2010												
Kjøpssum	01.01.2001 2 000 000											
Kvadratmeterpris	12974,0					01.01.2006 2 867 735						
Boligstørrelse	154,2					18603						
Formuesskatt	1,10 %					154,2						
Ligningsverdi primær	20 % av markedsverdi											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005 salg 31.12	2006 kjøp 01.01	2006	2007	2008	2009	2010
Kvadratmeterpris	12974,0	13971,0	14904,0	15179,0	17049,0	18603,0	18603,0	21439,0	23846,0	22843,0	23458,0	25368,0
Markedsverdi bolig	2 000 000	2 153 692	2 297 518	2 339 911	2 628 179	2 867 735	2 867 735	3 304 918	3 675 967	3 521 350	3 616 155	3 910 590
Ligningsverdi bolig	400 000	430 738	459 504	467 982	525 636	573 547	573 547	660 984	735 193	704 270	723 231	782 118
Avkastning												
- Utleie												
- Salg												3 910 590
Skatt												
- Formuesskatt		2 797	3 056	3 132	3 651	3 870		4 391	5 027	3 517	2 786	903
- Skatt på utleie												
- Salg												
- Fordelsbeskatning		8 981	9 700	10 124	12 757							
Gebyrer/Avgifter												
- Dokumentavgift	50 000							71 693				
- Tinglysingsgebyr	772							1 521				
- Meglerhonorar												97 765
SUM	-50 772	-11 777	-12 756	-13 256	-16 408	2 792 172	-77 605	-5 027	-3 517	-2 786	-903	3 811 922
	0						0					
Årlig gjsn avkastning	5,89 %						Årlig gjsn avkastning	5,21 %				



**Vedlegg 9: Investering i bolig over to femårsperioder. Ser bort fra skatter og gebyrer.**

Kjøpe gjennomsnittsbolig i Norge 01.01.2001 selge i 31.12.2006 vs. Kjøpe i 01.01.2006 selge i 31.12.2010. Ser bort i fra alle skatter og gebyrer												
	01.01.2001	01.01.2006										
Kjøpssum	2 000 000	2 867 735										
Kvadratmeterpris	12974,0	18603										
Boligstørrelse	154,2	154,2										
Formuesskatt	1,10 %											
Ligningsverdi primær	20 % av markedsverdi											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005 salg 31.12	2006 kjøp 01.01	2006	2007	2008	2009	2010
Kvadratmeterpris	12974,0	13971,0	14904,0	15179,0	17049,0	18603,0	18603,0	21439,0	23846,0	22843,0	23458,0	25368,0
Markedsverdi bolig	2 000 000	2 153 692	2 297 518	2 339 911	2 628 179	2 867 735	2 867 735	3 304 918	3 675 967	3 521 350	3 616 155	3 910 590
Ligningsverdi bolig	400 000	430 738	459 504	467 982	525 636	573 547	573 547	660 984	735 193	704 270	723 231	782 118
Avkastning												
- Utleie												
- Salg						2 867 735						3 910 590
Skatt												
- Formuesskatt												
- Skatt på utleie												
- Salg												
- Fordelsbeskatning												
Gebyrer/Avgifter												
- Dokumentavgift												
- Tinglysningsgebyr												
- Meglerhonorar												
SUM	0	0	0	0	0	2 867 735	0	0	0	0	0	3 910 590
Årlig gjsn avkastning	7,47 %					Årlig gjsn avkastning	6,40 %					

**Vedlegg 10: Investering i bolig over to femårsperioder. Ser bort i fra verdiøkning.**

Kjøpe gjennomsnittsbolig i Norge 01.01.2001 selge i 31.12.2006 vs. Kjøpe i 01.01.2006 selge i 31.12.2010. Antar ingen økning i boligens markedsverdi.												
	01.01.2001	01.01.2006										
Kjøpssum	2 000 000	2 000 000										
Kvadratmeterpris	20000,0	20000										
Boligstørrelse	100,0	100,0										
Formuesskatt	1,10 %											
Ligningsverdi primær	20 % av markedsverdi											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005 salg 31.12	2006 kjøp 01.01	2006	2007	2008	2009	2010
Kvadratmeterpris	20 000,0	20 000,0	20 000,0	20 000,0	20 000,0	20 000,0	20 000,0	20 000,0	20 000,0	20 000,0	20 000,0	20 000,0
Markedsverdi bolig	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000
Ligningsverdi bolig	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000
Avkastning												
- Utleie												
- Salg						2 000 000						2 000 000
Skatt												
- Formuesskatt		2 520	2 520	2 520	2 520	2 241		1 800	1 620	450	0	0
- Skatt på utleie												
- Salg												
- Fordelsbeskatning		7 444	6 725	6 725	6 475							
Gebyrer/Avgifter												
- Dokumentavgift	50 000							50 000				
- Tinglysningsgebyr	772							1 521				
- Meglerhonorar						50 000						50 000
SUM	-50 772	-9 964	-9 245	-9 245	-8 995	1 947 759	-53 321	-1 620	-450	0	0	1 950 000
Årlig gjsn avkastning	-1,40 %					Årlig gjsn avkastning	-1,05 %					

**Vedlegg 11: Årlig avkastning ved investering i bolig.**

Kjøpe gjennomsnittsbolig i Norge 01.01.2001 selge i 31.12.2010												
Kjøpssum	2 000 000											
Kvadratmeterpris 01.01.2001	12974,0											
Boligstørrelse	154,2											
Formuesskatt	1,10 %											
Ligningsverdi primær	20 % av markedsverdi											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Kvadratmeterpris	12974,0	13971,0	14904,0	15179,0	17049,0	18603,0	21439,0	23846,0	22843,0	23458,0	25368,0	
Markedsverdi bolig	2 000 000	2 153 692	2 297 518	2 339 911	2 628 179	2 867 735	3 304 918	3 675 967	3 521 350	3 616 155	3 910 590	
Ligningsverdi bolig	400 000	430 738	459 504	467 982	525 636	573 547	660 984	735 193	704 270	723 231	782 118	
Avkastning												
- Utleie												
- Salg		153 692	143 826	42 392	288 269	239 556	437 182	371 050	-154 617	94 805	294 435	
Skatt												
- Formuesskatt		2 797	3 056	3 132	3 651	3 870	4 391	5 027	3 517	2 786	903	
- Skatt på utleie												
- Salg												
- Fordelsbeskatning		8 981	9 700	10 124	12 757							
Gebyrer/Avgifter												
- Dokumentavgift												
- Tinglysningsgebyr												
- Meglerhonorar												
SUM	0	141 915	131 070	29 137	271 861	235 686	432 791	366 023	-158 134	92 019	293 532	
Årlig avkastning		7,10 %	6,09 %	1,27 %	11,62 %	8,97 %	15,09 %	11,08 %	-4,30 %	2,61 %	8,12 %	

**Vedlegg 12: Investering i bolig i Oslo med utleie**

Kjøpe bolig i Oslo 01.01.2001 selge 31.12.2010. Leie ut boligen gjennom hele perioden.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kjøpssum	2 000 000										
Kvadratmeterpris 2000	18 626										
Boligstørrelse	107,4										
Formuesskatt	1,10 %										
Ligningsverdi sekundær	40 % av markedsverdi										
Kvadratmeterpris	18 626	19567,0	21706,0	22005,0	24101,0	26621,0	30656,0	34311,0	33115,0	33209,0	36053,0
Markedsverdi bolig	2 000 000	2 101 042	2 330 720	2 362 826	2 587 888	2 858 477	3 291 743	3 684 205	3 555 782	3 565 876	3 871 255
Ligningsverdi bolig	800 000	840 417	932 288	945 130	1 035 155	1 143 391	1 316 697	1 473 682	1 422 313	1 426 350	1 548 502
Kvadratmeterpris utleie	1666,2	1745,5	1745,5	1578,4	1546	1582,3	1691	1889,8	2136,8	2087,8	2216
Avkastning											
- Utleie		187 426	187 426	169 484	166 005	169 902	181 574	202 921	229 443	224 181	237 947
- Salg											3 871 255
Skatt											
- Formuesskatt	0	7 085	8 095	8 236	9 227	10 138	11 604	13 151	11 415	10 520	9 334
- Skatt på utleie		52 479	52 479	47 455	46 481	47 573	50 841	56 818	64 244	62 771	66 625
- Salg											523 951
- Fordelsbeskatning		29 465	33 339	33 982	38 233						
Gebyrer/Avgifter											
- Dokumentavgift	50 000										
- Tinglysingsgebyr	772										
- Meglerhonorar											96 781
SUM	-50 772	98 398	93 512	79 810	72 064	112 191	119 130	132 952	153 783	150 891	3 412 511
	0										
Årlig gjns avkastning	9,22 %										

**Vedlegg 13: Investering i bolig i Oslo med utleie over to femårsperioder**

Kjøpe gjennomsnittsbolig i Oslo 01.01.2001 selge i 31.12.2006 vs. Kjøpe i 01.01.2006 selge i 31.12.2010. Utleie gjennom hele perioden.

	01.01.2001	01.01.2006										
Kjøpssum	2 000 000	2 858 477										
Kvadratmeterpris	18626,0	26621										
Boligstørrelse	107,4	107,4										
Formuesskatt	1,10 %											
Ligningsverdi sekundær	40 % av markedsverdi											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005 salg 31.12	2006 kjøp 01.01	2006	2007	2008	2009	2010
Kvadratmeterpris	18 626	19567,0	21706,0	22005,0	24101,0	26621,0	26621	30656,0	34311,0	33115,0	33209,0	36053,0
Markedsverdi bolig	2 000 000	2 101 042	2 330 720	2 362 826	2 587 888	2 858 477	2 858 477	3 291 743	3 684 205	3 555 782	3 565 876	3 871 255
Ligningsverdi bolig	800 000	840 417	932 288	945 130	1 035 155	1 143 391	1 143 391	1 316 697	1 473 682	1 422 313	1 426 350	1 548 502
Kvadratmeterpris utleie	1666,2	1745,5	1745,5	1578,4	1546	1582,3	1582,3	1691	1889,8	2136,8	2087,8	2216
Avkastning												
- Utleie		187 426	187 426	169 484	166 005	169 902		181 574	202 921	229 443	224 181	237 947
- Salg						2 858 477						3 871 255
Skatt												
- Formuesskatt		7 085	8 095	8 236	9 227	10 138		11 604	13 151	11 415	10 520	9 334
- Skatt på utleie		52 479	52 479	47 455	46 481	47 573		50 841	56 818	64 244	62 771	66 625
- Salg												
- Fordelsbeskatning		29 465	33 339	33 982	38 233							
Gebyrer/Avgifter												
- Dokumentavgift	50 000							71 462				
- Tinglysingsgebyr	772							1 521				
- Meglerhonorar								71 462				96 781
SUM	-50 772	98 398	93 512	79 810	72 064	2 899 207	-84 587	117 583	134 687	154 679	152 077	3 936 462
	0						0					
Årlig gjns avkastning	10,29 %					Årlig gjns avkastning	9,51 %					

**Vedlegg 14: Investering i bolig i Oslo med 50% utleie.**

Kjøpe bolig i Oslo 01.01.2001 selge 31.12.2010. Leie ut 50% av boligen gjennom hele perioden.												
Kjøpssum	2 000 000											
Kvadratmeterpris 2000	18 626											
Boligtørrelse	107,4											
Formuesskatt	1,10 %											
Ligningsverdi primær	20 % av markedsverdi											
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kvadratmeterpris	18 626	19567,0	21706,0	22005,0	24101,0		26621,0	30656,0	34311,0	33115,0	33209,0	36053,0
Markedsverdi bolig	2 000 000	2 101 042	2 330 720	2 362 826	2 587 888		2 858 477	3 291 743	3 684 205	3 555 782	3 565 876	3 871 255
Ligningsverdi bolig	400 000	420 208	466 144	472 565	517 578		571 695	658 349	736 841	711 156	713 175	774 251
Kvadratmeterpris utleie	1666,2	1745,5	1745,5	1578,4	1546		1582,3	1691	1889,8	2136,8	2087,8	2216
Avkastning												
- Utleie		93 713	93 713	84 742	83 002		84 951	90 787	101 460	114 721	112 091	118 973
- Salg												3 871 255
Skatt												
- Formuesskatt	0	2 702	3 115	3 173	3 578		3 850	4 362	5 045	3 593	2 675	817
- Skatt på utleie												
- Salg												
- Fordelsbeskatning		8 454	10 032	10 353	12 354							
Gebyrer/Avgifter												
- Dokumentavgift	50 000											
- Tinglysingsgebyr	772											
- Meglerhonorar												96 781
SUM	-50 772	82 557	80 566	71 215	67 070		81 101	86 425	96 415	111 129	109 416	3 892 631
	0											
Årlig gjns avkastning	9,61 %											

**Vedlegg 15: Investering i bolig i Oslo med utleie, årlig avkastning.**

Kjøpe bolig i Oslo 01.01.2001 selge 31.12.2010. Leie ut boligen gjennom hele perioden.												
Kjøpssum	2 000 000											
Kvadratmeterpris 2000	18 626											
Boligtørrelse	107,4											
Formuesskatt	1,10 %											
Ligningsverdi sekundær	40 % av markedsverdi											
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kvadratmeterpris	18 626,0	19 567,0	21 706,0	22 005,0	24 101,0		26 621,0	30 656,0	34 311,0	33 115,0	33 209,0	36 053,0
Markedsverdi bolig	2 000 000,0	2 101 041,6	2 330 720,5	2 362 826,2	2 587 887,9		2 858 477,4	3 291 742,7	3 684 204,9	3 555 782,2	3 565 875,7	3 871 255,2
Ligningsverdi bolig	800 000,0	840 416,6	932 288,2	945 130,5	1 035 155,2		1 143 391,0	1 316 697,1	1 473 681,9	1 422 312,9	1 426 350,3	1 548 502,1
Kvadratmeterpris utleie	1 666,2	1 745,5	1 745,5	1 578,4	1 546,0		1 582,3	1 691,0	1 889,8	2 136,8	2 087,8	2 216,0
Avkastning												
- Utleie		187 426,2	187 426,2	169 483,5	166 004,5		169 902,3	181 574,1	202 920,6	229 442,7	224 181,3	237 947,0
- Salg		101 041,6	229 678,9	32 105,7	225 061,7		270 589,5	433 265,3	392 462,1	-128 422,6	10 093,4	305 379,6
Skatt												
- Formuesskatt		7 084,6	8 095,2	8 236,4	9 226,7		10 138,3	11 603,7	13 150,5	11 415,4	10 519,9	9 333,5
- Skatt på utleie		52 479,3	52 479,3	47 455,4	46 481,3		47 572,6	50 840,8	56 817,8	64 244,0	62 770,8	66 625,1
- Salg		28 291,6	64 310,1	8 989,6	63 017,3		75 765,1	121 314,3	109 889,4	-35 958,3	2 826,2	85 506,3
- Fordelsbeskatning		29 464,6	33 339,4	33 981,5	38 232,8							
Gebyrer/Avgifter												
- Dokumentavgift												
- Tinglysingsgebyr												
- Meglerhonorar												
SUM	0	171 148	258 881	102 926	234 108		307 016	431 081	415 525	61 319	158 158	381 862
Årlig avkastning		8,56 %	12,32 %	4,42 %	9,91 %		11,86 %	15,08 %	12,62 %	1,66 %	4,45 %	10,71 %

**Vedlegg 16: Investering i DnB Nor SMB (med skattefordel), gjennomsnittlig årlig avkastning**

DnB NOR SMB										
Investeringsbeløp	1 000 000									
Andeler i fond	1 000									
					10-års resultat uten kostnader					4 106 732
					Gjennomsnittlig årlig avkastning					15,17 %
Årstall	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Årlig avkastning	-11,49 %	-35,13 %	84,77 %	36,10 %	95,88 %	43,93 %	12,46 %	-60,33 %	95,18 %	15,86 %
Investering 01.01	1 000 000	866 155	547 523	995 988	1 331 907	2 569 334	3 635 056	4 010 367	1 534 620	2 949 745
Avkastning i kr	-114 900	-304 280	464 135	359 552	1 277 033	1 128 709	452 928	-2 419 454	1 460 651	467 830
Årlig sluttsum	885 100	561 875	1 011 658	1 355 540	2 608 940	3 698 043	4 087 984	1 590 913	2 995 271	3 417 575
Forvaltningskostnader	18 945	14 352	15 670	23 633	39 606	62 987	77 617	56 293	45 525	63 992
Resultat	866 155	547 523	995 988	1 331 907	2 569 334	3 635 056	4 010 367	1 534 620	2 949 745	3 353 583
Ligningsverdi	563 001	355 890	647 392	865 740	1 670 067	2 908 045	3 408 812	1 534 620	2 949 745	3 353 583
RISK pr andel		0,75	0,54	2,45	-5,55	-2,25				
Total RISK		750	540	2 450	-5 550	-2 250				
RISK-justert kostpris		1 000 750	1 001 290	1 003 740	998 190	995 940				
Skjermingsgrunnlag	1 000 000	1 000 750	1 001 290	1 003 740	998 190	995 940	1 016 855	1 071 326	1 166 507	1 276 853
Skjermingsrente						2,10 %	3,30 %	3,80 %	1,30 %	1,60 %
Skjermingsfradrag	0	0	0	0	0	20 915	54 471	95 181	110 346	130 776
Ubenyttet skjermingsfradrag						20 915	54 471	95 181	110 346	
Gevinst/tap										2 353 583
Skattbar gevinst										2 222 808
Skatt										622 386
Formuesskatt	4 033	2 123	4 961	7 363	15 932	29 108	34 437	12 651	27 277	29 189
Total skatt	4 033	2 123	4 961	7 363	15 932	29 108	34 437	12 651	27 277	651 576
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>-4 033</b>	<b>-2 123</b>	<b>-4 961</b>	<b>-7 363</b>	<b>-15 932</b>	<b>-29 108</b>	<b>-34 437</b>	<b>-12 651</b>	<b>-27 277</b>	<b>2 702 008</b>
Annualisert avkastning etter kostnader før skatt	12,86 %									
Årlig kostnad	2,01 %									
<b>Årlig gjennomsnittlig avkastning etter skatt</b>	<b>9,63 %</b>	0								

**Vedlegg 17: Investering i DnB Nor SMB (med skattefordel), årlig avkastning**

DnB NOR SMB - årlig avkastning etter skatt (med skattefordel)										
Med årlig avkastning etter skatt med skattefordel mener vi at vi antar at de tre årene der total skatt er negativ har investor annen skatt som denne kan regnes mot.										
Antar her at andelenes selges hvert år slik at man blir belastet med gevinstbeskatning årlig.										
Årstall	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Årlig avkastning	-11,49 %	-35,13 %	84,77 %	36,10 %	95,88 %	43,93 %	12,46 %	-60,33 %	95,18 %	15,86 %
Investering 01.01	1 000 000	866 155	547 523	995 988	1 331 907	2 569 334	3 635 056	4 010 367	1 534 620	2 949 745
Avkastning i kr	-114 900	-304 280	464 135	359 552	1 277 033	1 128 709	452 928	-2 419 454	1 460 651	467 830
Årlig sluttsum	885 100	561 875	1 011 658	1 355 540	2 608 940	3 698 043	4 087 984	1 590 913	2 995 271	3 417 575
Forvaltningskostnader	18 945	14 352	15 670	23 633	39 606	62 987	77 617	56 293	45 525	63 992
Resultat	866 155	547 523	995 988	1 331 907	2 569 334	3 635 056	4 010 367	1 534 620	2 949 745	3 353 583
Ligningsverdi	563 001	355 890	647 392	865 740	1 670 067	2 908 045	3 408 812	1 534 620	2 949 745	3 353 583
Andeler	1 000	866	548	996	1 332					
RISK pr andel		0,75	0,54	2,45	-5,55	-2,25				
Total RISK		750	468	1 341	-5 528	-2 997				
Skjermingsgrunnlag (pr. 01.01 året etter)	1 000 750	866 622	548 864	990 461	1 328 910	2 569 334	3 635 056	4 010 367	1 534 620	2 949 745
Skjermingsrente							2,10 %	3,30 %	3,80 %	1,30 %
Skjermingsfradrag	0	0	0	0	0	53 956	173 913	326 307	346 257	393 453
Gevinst/tap	-133 845	-318 632	448 465	335 919	1 237 427	1 065 721	375 311	-2 475 747	1 415 126	403 838
Skattbar gevinst	-133 845	-318 632	448 465	335 919	1 237 427	1 011 765	201 399	-2 475 747	1 068 869	10 385
Skatt	-37 477	-89 217	125 570	94 057	346 480	283 294	56 392	-693 209	299 283	2 908
Formuesskatt	4 033	2 123	4 961	7 363	15 932	29 108	34 437	12 651	27 277	29 189
Total skatt	-33 444	-87 094	130 532	101 420	362 411	312 403	90 829	-680 558	326 560	32 097
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>-10,04 %</b>	<b>-26,73 %</b>	<b>58,07 %</b>	<b>23,54 %</b>	<b>65,70 %</b>	<b>29,32 %</b>	<b>7,83 %</b>	<b>-44,76 %</b>	<b>70,93 %</b>	<b>12,60 %</b>
Årlig avkastning etter kostnader før skatt	-13,38 %	-36,79 %	81,91 %	33,73 %	92,91 %	41,48 %	10,32 %	-61,73 %	92,21 %	13,69 %

**Vedlegg 18: Investering i DnB Nor SMB (uten skattefordel), årlig avkastning****DnB NOR SMB - årlig avkastning uten skattefordel**

Med årlig avkastning etter skatt uten skattefordel mener vi at vi antar at de tre årene der total skatt er negativ har ikke investor annen skatt som denne kan regnes mot.

Årstall	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Årlig avkastning	-11,49 %	-35,13 %	84,77 %	36,10 %	95,88 %	43,93 %	12,46 %	-60,33 %	95,18 %	15,86 %
Investering 01.01	1 000 000	866 155	547 523	995 988	1 331 907	2 569 334	3 635 056	4 010 367	1 534 620	2 949 745
Avkastning i kr	-114 900	-304 280	464 135	359 552	1 277 033	1 128 709	452 928	-2 419 454	1 460 651	467 830
Årlig sluttsum	885 100	561 875	1 011 658	1 355 540	2 608 940	3 698 043	4 087 984	1 590 913	2 995 271	3 417 575
Forvaltningskostnader	18 945	14 352	15 670	23 633	39 606	62 987	77 617	56 293	45 525	63 992
Resultat	866 155	547 523	995 988	1 331 907	2 569 334	3 635 056	4 010 367	1 534 620	2 949 745	3 353 583
Ligningsverdi	563 001	355 890	647 392	865 740	1 670 067	2 908 045	3 408 812	1 534 620	2 949 745	3 353 583
Andeler	1 000	866	548	996	1 332					
RISK pr andel		0,75	0,54	2,45	-5,55	-2,25				
Total RISK		750	468	1 341	-5 528	-2 997				
Skjermingsgrunnlag (pr. 01.01 året etter)	1 000 750	866 622	548 864	990 461	1 328 910	2 569 334	3 635 056	4 010 367	1 534 620	2 949 745
Skjermingsrente							2,10 %	3,30 %	1,30 %	1,60 %
Skjermingsfradrag	0	0	0	0	0	53 956	173 913	326 307	346 257	393 453
Gevinst/tap	-133 845	-318 632	448 465	335 919	1 237 427	1 065 721	375 311	-2 475 747	1 415 126	403 838
Skattbar gevinst	-133 845	-318 632	448 465	335 919	1 237 427	1 011 765	201 399	-2 475 747	1 068 869	10 385
Skatt	-37 477	-89 217	125 570	94 057	346 480	283 294	56 392	-693 209	299 283	2 908
Formuesskatt	4 033	2 123	4 961	7 363	15 932	29 108	34 437	12 651	27 277	29 189
Total skatt	0	0	130 532	101 420	362 411	312 403	90 829	0	326 560	32 097
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>-13,38 %</b>	<b>-36,79 %</b>	<b>58,07 %</b>	<b>23,54 %</b>	<b>65,70 %</b>	<b>29,32 %</b>	<b>7,83 %</b>	<b>-61,73 %</b>	<b>70,93 %</b>	<b>12,60 %</b>

**Vedlegg 19: Investering i Alfred Berg Lang Obligasjon, årlig avkastning.**

Årstall	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
10-års resultat uten kostnader	1 797 375									
Annualisert 10års avkasning	6,04 %									
Årlig avkastning	5,24 %	8,36 %	13,44 %	7,77 %	3,21 %	-0,72 %	1,88 %	7,40 %	8,05 %	6,42 %
Investering 01.01	1 000 000	1 046 140	1 126 949	1 271 075	1 361 783	1 397 056	1 378 506	1 395 934	1 490 402	1 600 922
Avkastning i kr	52 400	87 457	151 462	98 763	43 713	-10 059	25 916	103 299	119 977	102 779
Årlig sluttsum	1 052 400	1 133 597	1 278 411	1 369 837	1 405 496	1 386 997	1 404 421	1 499 233	1 610 380	1 703 702
Forvaltningskostnader	6 260	6 648	7 336	8 055	8 440	8 491	8 488	8 830	9 457	10 079
Resultat	1 046 140	1 126 949	1 271 075	1 361 783	1 397 056	1 378 506	1 395 934	1 490 402	1 600 922	1 693 622
Ligningsverdi	1 046 140	1 126 949	1 271 075	1 361 783	1 397 056	1 378 506	1 395 934	1 490 402	1 600 922	1 693 622
Gevinst/tap	46 140	80 809	144 126	90 708	35 273	-18 550	17 428	94 469	110 520	92 700
Skatt	12 919	22 627	40 355	25 398	9 876	-5 194	4 880	26 451	30 946	25 956
Formuesskatt	9 348	10 236	11 822	12 820	12 929	12 284	12 295	12 164	12 440	10 930
Resultat etter skatt	23 873	47 946	91 949	52 490	12 468	-25 640	253	55 853	67 134	55 814
<b>Årlig avkastning</b>	<b>2,39 %</b>	<b>4,58 %</b>	<b>8,16 %</b>	<b>4,13 %</b>	<b>0,92 %</b>	<b>-1,84 %</b>	<b>0,02 %</b>	<b>4,00 %</b>	<b>4,50 %</b>	<b>3,49 %</b>
Årlig avkastning etter kostnader før skatt	4,61 %	7,72 %	12,79 %	7,14 %	2,59 %	-1,33 %	1,26 %	6,77 %	7,42 %	5,79 %
Annualisert avkastning etter kostnader før skatt	5,41 %									
Årlig kostnad	0,61 %									
<b>Annualisert avkastning etter skatt</b>	<b>3,82 %</b>	0								

**Vedlegg 20: Investering i Holberg Likviditet, årlig avkastning**

Årstall	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
10-års resultat uten kostnader	1 575 118									
Annualisert 10års avkasning	4,65 %									
Årlig avkastning	7,49 %	6,86 %	4,82 %	2,58 %	2,24 %	2,94 %	4,54 %	6,30 %	5,53 %	3,33 %
Investering 01.01	1 000 000	1 072 306	1 143 094	1 195 264	1 223 076	1 247 380	1 280 889	1 335 767	1 416 475	1 491 167
Avkastning i kr	74 900	73 560	55 097	30 838	27 397	36 673	58 152	84 153	78 331	49 656
Årlig sluttsum	1 074 900	1 145 867	1 198 191	1 226 102	1 250 472	1 284 053	1 339 042	1 419 920	1 494 806	1 540 823
Forvaltningskostnader	2 594	2 773	2 927	3 027	3 092	3 164	3 275	3 445	3 639	3 790
Resultat	1 072 306	1 143 094	1 195 264	1 223 076	1 247 380	1 280 889	1 335 767	1 416 475	1 491 167	1 537 033
Ligningsverdi	1 072 306	1 143 094	1 195 264	1 223 076	1 247 380	1 280 889	1 335 767	1 416 475	1 491 167	1 537 033
Gevinst/tap	72 306	70 788	52 171	27 811	24 305	33 509	54 877	80 709	74 692	45 866
Skatt	20 246	19 821	14 608	7 787	6 805	9 382	15 366	22 598	20 914	12 842
Formuesskatt	9 635	10 414	10 988	11 294	11 282	11 210	11 633	11 351	11 233	9 207
Resultat etter skatt	42 425	40 553	26 575	8 730	6 217	12 916	27 878	46 759	42 545	23 816
<b>Årlig avkastning</b>	<b>4,24 %</b>	<b>3,78 %</b>	<b>2,32 %</b>	<b>0,73 %</b>	<b>0,51 %</b>	<b>1,04 %</b>	<b>2,18 %</b>	<b>3,50 %</b>	<b>3,00 %</b>	<b>1,60 %</b>
Årlig avkastning etter kostnader før skatt	7,23 %	6,60 %	4,56 %	2,33 %	1,99 %	2,69 %	4,28 %	6,04 %	5,27 %	3,08 %
Annualisert avkastning etter kostnader før skatt	4,39 %									
Årlig kostnad	0,25 %									
<b>Annualisert avkastning etter skatt</b>	<b>2,78 %</b>	0								

**Vedlegg 21: Livrente med garanti med historiske skatteregler**

Sparebeløp	1000000										
Avkastning Storebrand	8 %	3,60 %	3 %	6,50 %	5,40 %	5,80 %					
Avkastning Vital							7,5 %	11,8 %	1,9 %	5,7 %	
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
Sparebeløp	1000000										
Etableringskostnad	1 500										
Kjøpsgebyr	20 000										
Innestående 1.1.	978 500	1 048 854	1 078 463	1 102 486	1 165 342	1 219 058	1 280 090	1 365 776	1 501 875	1 506 455	
Avkastning	78 280	37 759	32 354	71 662	62 928	70 705	96 007	161 162	28 536	85 868	
SUM	1 056 780	1 086 613	1 110 817	1 174 148	1 228 270	1 289 763	1 376 097	1 526 938	1 530 411	1 592 323	
Forvaltningsgebyr	7 926	8 150	8 331	8 806	9 212	9 673	10 321	11 452	11 478	11 942	
SUM før skatt	1 048 854	1 078 463	1 102 486	1 165 342	1 219 058	1 280 090	1 365 776	1 515 486	1 518 933	1 580 380	
Skatt										162506	
Formuesskatt								13610	12478	10427	
Sum etter skatt	1 048 854	1 078 463	1 102 486	1 165 342	1 219 058	1 280 090	1 365 776	1 501 875	1 506 455	1 407 447	
Årlig avkastning	4,9 %	2,8 %	2,2 %	5,7 %	4,6 %	5,0 %	6,7 %	10,0 %	0,3 %	-6,6 %	
Gjennomsnittlig årlig avkastning:		3,48 %									

**Vedlegg 22: Livrente med garanti uten skatt**

Sparebeløp	1000000										
Avkastning Storebrand	8 %	3,60 %	3 %	6,50 %	5,40 %	5,80 %					
Avkastning Vital							7,5 %	11,8 %	1,9 %	5,7 %	
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
Sparebeløp	1000000										
Etableringskostnad	1 500										
Kjøpsgebyr	20 000										
Innestående 1.1.	978 500	1 048 854	1 078 463	1 102 486	1 165 342	1 219 058	1 280 090	1 365 776	1 515 486	1 532 698	
Avkastning	78 280	37 759	32 354	71 662	62 928	70 705	96 007	161 162	28 794	87 364	
SUM	1 056 780	1 086 613	1 110 817	1 174 148	1 228 270	1 289 763	1 376 097	1 526 938	1 544 280	1 620 062	
Forvaltningsgebyr	7 926	8 150	8 331	8 806	9 212	9 673	10 321	11 452	11 582	12 150	
SUM fs	1 048 854	1 078 463	1 102 486	1 165 342	1 219 058	1 280 090	1 365 776	1 515 486	1 532 698	1 607 911	
Skatt											
Formuesskatt								0	0	0	
Sum es	1 048 854	1 078 463	1 102 486	1 165 342	1 219 058	1 280 090	1 365 776	1 515 486	1 532 698	1 607 911	
Årlig avkastning	4,9 %	2,8 %	2,2 %	5,7 %	4,6 %	5,0 %	6,7 %	11,0 %	1,1 %	4,9 %	
Gjennomsnittlig årlig avkastning:		4,86 %									

**Vedlegg 23: Livrente med garanti uten skattefordeler**

Sparebeløp	1000000										
Avkastning Storebrand	8 %	3,60 %	3 %	6,50 %	5,40 %	5,80 %					
Avkastning Vital							7,5 %	11,8 %	1,9 %	5,7 %	
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
Sparebeløp	1000000										
Etableringskostnad	1 500										
Kjøpsgebyr	20 000										
Innestående 1.1.	978 500	1 025 948	1 037 446	1 044 650	1 077 729	1 103 409	1 133 047	1 177 470	1 259 485	1 260 046	
Avkastning	78 280	36 934	31 123	67 902	58 197	63 998	84 979	138 941	23 930	71 823	
SUM	1 056 780	1 062 882	1 068 570	1 112 552	1 135 926	1 167 406	1 218 025	1 316 411	1 283 415	1 331 869	
Forvaltningsgebyr	7 926	7 972	8 014	8 344	8 519	8 756	9 135	9 873	9 626	9 989	
SUM fs	1 048 854	1 054 911	1 060 555	1 104 208	1 127 407	1 158 651	1 208 890	1 306 538	1 273 789	1 321 880	
Skatt	13679	8110	6471	16676	13910	15468	21236	36139	4005	17313	
Formuesskatt	9227	9355	9435	9803	10088	10136	10184	10914	9738	9180	
Sum es	1 025 948	1 037 446	1 044 650	1 077 729	1 103 409	1 133 047	1 177 470	1 259 485	1 260 046	1 295 386	
Årlig avkastning	2,6 %	1,1 %	0,7 %	3,2 %	2,4 %	2,7 %	3,9 %	7,0 %	0,0 %	2,8 %	
Gjennomsnittlig årlig avkastning:		2,62 %									

**Vedlegg 24: Fondsbasert livrente med historiske skatteregler**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sparebeløp	1 000 000									
Avkastning Holberg	-15,38 %	-29,49 %	70,34 %	39,52 %	81,35 %	26,43 %	7,71 %	-48,03 %	72,17 %	8,89 %
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sparebeløp	1 000 000									
Etableringskostnad (kjøpsgeb)	10000									
Innestående 1.1.	990 000	820 481	566 603	945 270	1 291 673	2 294 194	2 840 798	2 966 886	1 497 746	2 502 938
Avkastning	-152 262	-241 960	398 549	373 571	1 050 776	606 355	219 026	-1 424 996	1 080 924	222 511
SUM	837 738	578 521	965 152	1 318 841	2 342 448	2 900 549	3 059 823	1 541 891	2 578 670	2 725 450
Forvaltningsgebyr	12 566	8 678	14 477	19 783	35 137	43 508	45 897	23 128	38 680	40 882
administrasjonsgebyr	4 691	3 240	5 405	7 386	13 118	16 243	17 135	8 635	14 441	15 263
SUM fs	820 481	566 603	945 270	1 291 673	2 294 194	2 840 798	2 996 791	1 510 128	2 525 550	2 669 305
Skatt										467406
Formuesskatt							29 905	12 381	22 611	21 662
Sum es	820 481	566 603	945 270	1 291 673	2 294 194	2 840 798	2 966 886	1 497 746	2 502 938	2 180 238
Avkastning årlig	-18 %	-31 %	67 %	37 %	78 %	24 %	4 %	-50 %	67 %	-13 %
Gjennomsnittlig årlig avkastning	8,1 %									

**Vedlegg 25: Fondsbasert livrente uten skatt**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sparebeløp	1 000 000									
Avkastning Holberg	-15,38 %	-29,49 %	70,34 %	39,52 %	81,35 %	26,43 %	7,71 %	-48,03 %	72,17 %	8,89 %
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sparebeløp	1 000 000									
Etableringskostnad (kjøpsgeb)	10000									
Innestående 1.1.	990 000	820 481	566 603	945 270	1 291 673	2 294 194	2 840 798	2 996 791	1 525 349	2 572 094
Avkastning	-152 262,00	-241 960	398 549	373 571	1 050 776	606 355	219 026	-1 439 359	1 100 845	228 659
SUM	837 738,00	578 521	965 152	1 318 841	2 342 448	2 900 549	3 059 823	1 557 432	2 626 194	2 800 753
Forvaltningsgebyr	12 566	8 678	14 477	19 783	35 137	43 508	45 897	23 361	39 393	42 011
administrasjonsgebyr	4 691	3 240	5 405	7 386	13 118	16 243	17 135	8 722	14 707	15 684
SUM fs	820 481	566 603	945 270	1 291 673	2 294 194	2 840 798	2 996 791	1 525 349	2 572 094	2 743 058
Skatt										0
Formuesskatt							-	-	-	-
Sum es	820 481	566 603	945 270	1 291 673	2 294 194	2 840 798	2 996 791	1 525 349	2 572 094	2 743 058
Avkastning årlig	-18 %	-31 %	67 %	37 %	78 %	24 %	5 %	-49 %	69 %	7 %
Gjennomsnittlig årlig avkastning	10,6 %									

**Vedlegg 26: Fondsbasert livrente uten skattefordeler**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sparebeløp	1 000 000									
Avkastning Holberg	-15,38 %	-29,49 %	70,34 %	39,52 %	81,35 %	26,43 %	7,71 %	-48,03 %	72,17 %	8,89 %
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sparebeløp	1 000 000									
Etableringskostnad (kjøpsgeb)	-152262									
Innestående 1.1.	1 152 262	946 016	651 158	973 849	1 214 373	1 877 410	2 183 014	2 252 280	1 142 877	1 693 945
Avkastning	-177 217,90	-278 980	458 024	384 865	987 892	496 199	168 310	-1 081 770	824 814	150 592
SUM	975 044,10	667 036	1 109 182	1 358 714	2 202 265	2 373 609	2 351 324	1 170 510	1 967 691	1 844 537
Forvaltningsgebyr	14 626	10 006	16 638	20 381	33 034	35 604	35 270	17 558	29 515	27 668
administrasjonsgebyr	5 460	3 735	6 211	7 609	12 333	13 292	13 167	6 555	11 019	10 329
SUM fs	954 958	653 295	1 086 333	1 330 724	2 156 899	2 324 712	2 302 887	1 146 397	1 927 157	1 806 539
Skatt	0	0	121 849	99 925	263 907	125 245	33 564	-	219 598	31 526
Formuesskatt	954 958	653 295	964 484	1 230 799	1 892 991	2 199 468	2 269 322	1 146 397	1 707 558	1 775 013
Formuesskatt	8 942	2 137	-9 365	16 426	15 582	16 454	17 043	3 520	13 613	11 825
Sum es	946 016	651 158	973 849	1 214 373	1 877 410	2 183 014	2 252 280	1 142 877	1 693 945	1 763 188
Avkastning årlig	-5 %	-31 %	50 %	25 %	55 %	16 %	3 %	-49 %	48 %	4 %
Gjennomsnittlig årlig avkastning	5,8 %									

**Vedlegg 27: Individuell pensjonssparing, utvikling av skattefordel**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sparebeløp	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	ikke tillatt	15 000	15 000	15 000
Skattefordel, utsatt inntekt	11 200	11 200	11 200	11 200	11 200	11 200	-	4 200	4 200	4 200