

Forslag til spareportefølje for husholdninger

Med fokus på eiendom som en del av porteføljen

Lasse Aastad Kjøs

Veileder: Svein-Arne Persson

Masterutredning i finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et 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 masteroppgaven er utarbeidet som en avslutning på mitt masterstudium ved Norges Handelshøyskole.

Jeg har lenge interessert meg for personlig økonomi, og helt siden jeg tok faget FIE432 – Personlig økonomi har jeg tenkt at sparing er et spennende tema å skrive oppgave om. Sparing i eiendom er noe som berører veldig mange mennesker på et eller annet vis, og jeg har derfor valgt å ha eiendomssparing som fokusområde. I eksisterende teori om optimal sparing og porteføljesammensetning inngår gjerne kompliserte produkter, og porteføljene blir store og vanskelig å håndtere for vanlige husholdninger. Jeg ønsket derfor å utarbeide en forenklet markedsportefølje som både er enkel å sette sammen, og å holde oversikt over for ikke-profesjonelle investorer.

Jeg vil rette en stor takk til professor Svein-Arne Persson for god veiledning og nyttige innspill.

Bergen, 12.06.2012

Lasse Aastad Kjøs

Sammendrag

I denne oppgaven har jeg kartlagt flere alternativer for sparing for en vanlig husholdning i Norge, med spesielt fokus på sparing i eiendom, og hvordan man bør inkludere eiendom i en spareportefølje. Dette har jeg gjort ved å sammenligne verdien av kjøp av bolig i forhold til å leie bolig. Jeg har så sammenlignet de øvrige aktivaklassene, ut ifra avkastning, risiko og likviditet. Videre har jeg sett på hva teorien sier om optimal porteføljesammensetning. Denne teorien har jeg så brukt som grunnlag til å sette sammen en forenklet markedsportefølje som er enkel å bruke, slik at privatpersoner uten dype kunnskaper om porteføljeteori skal kunne oppnå en god markedsportefølje. Etter moderne porteføljeteori kan denne markedsporteføljen inkluderes i en portefølje sammen med risikofri plassering for å tilfredsstille en hvilket som helst risikoprofil. For å illustrere dette har jeg satt sammen tre forskjellige porteføljer for tre ulike preferanser; en for en middels risikovillig person, en for en middels til høy risikovillig person, og en for en lite risikovillig person. Til slutt har jeg oppsummert de viktigste momentene i oppgaven.

Innholdsliste

FORORD	II
SAMMENDRAG.....	III
INNHOOLDSLISTE.....	IV
1. INNLEDNING	1
2. SPARING	2
2.1 OM SPARING.....	2
2.2 HVOR SPARER NORDMENN?.....	4
2.3 VALG AV SPAREALTERNATIV	6
3. BANKSPARING.....	7
3.1 AVKASTNING.....	7
3.2 RISIKO.....	9
3.3 LIKVIDITET.....	9
4. OBLIGASJONSSPARING	11
4.1 AVKASTNING.....	12
4.2 RISIKO.....	13
4.3 LIKVIDITET.....	13
5. AKSJESPARING	14
5.1 AVKASTNING.....	14
5.2 RISIKO.....	16
5.3 LIKVIDITET.....	18
6. PENSJONSSPARING	19
6.1 LIVRENTE.....	19
6.1.1 <i>Avkastning</i>	19
6.1.2 <i>Risiko</i>	20
6.1.3 <i>Likviditet</i>	20
6.2 INDIVIDUELL PENSJONSSPARING	20
6.2.1 <i>Avkastning</i>	21
6.2.2 <i>Risiko</i>	23
6.2.3 <i>Likviditet</i>	23
7. SPARING I FOND	24

7.1	AKSJEFOND	24
7.1.1	<i>Avkastning</i>	25
7.1.2	<i>Risiko</i>	26
7.1.3	<i>Likviditet</i>	27
7.2	INDEKSFOND	27
7.2.1	<i>Avkastning</i>	28
7.2.2	<i>Risiko</i>	29
7.2.3	<i>Likviditet</i>	29
7.3	OBLIGASJONSFOND/PENGEMARKEDSFOND.....	29
7.3.1	<i>Avkastning</i>	30
7.3.2	<i>Risiko</i>	30
7.3.3	<i>Likviditet</i>	31
8.	SPARING I EIENDOM.....	32
8.1	KJØP AV BOLIG.....	32
8.1.1	<i>Avkastning</i>	32
8.1.2	<i>Risiko</i>	33
8.1.3	<i>Likviditet</i>	35
8.2	EIENDOMSFOND	35
8.2.1	<i>Avkastning</i>	35
8.2.2	<i>Risiko</i>	37
8.2.3	<i>Likviditet</i>	38
8.3	EIENDOMSAKSJER	38
9.	EIENDOM SOM SPARESTRATEGI.....	40
9.1	AVKASTNING GJENNOM ØKTE BOLIGPRISER.....	40
9.1.1	<i>Arbeidsledighet</i>	40
9.1.2	<i>Lønnsutvikling</i>	41
9.1.3	<i>Byggekostnader</i>	42
9.1.4	<i>Skatt</i>	42
9.1.5	<i>Leiepris</i>	43
9.1.6	<i>Befolkningsvekst</i>	44

9.1.7	<i>Rentenivå</i>	44
9.1.8	<i>Oppsummering</i>	46
9.2	ALTERNATIVKOSTNADER	47
9.2.1	<i>Gjeld</i>	47
9.2.2	<i>Eie vs. leie</i>	47
9.3	SPARING I EIENDOM SOM EN DEL AV OPTIMAL SPAREPORTEFØLJE	48
10.	PORTEFØLJESAMMENSETNING	49
10.1	MODERNE PORTEFØLJETEORI	49
10.2	NY PORTEFØLJETEORI	50
10.3	PORTEFØLJESAMMENSETNING I PRAKSIS	51
11.	VALG AV AKTIVAKLASSER	53
11.1	SAMMENLIGNING AV AKTIVAKLASSENE.....	53
11.2	VERDIEN AV UTSATT SKATT OG SKJERMINGSFRADRAK	55
11.3	KONSTRUKSJON AV PORTEFØLJE	58
12.	OPPSUMMERING	64
	VEDLEGG 1	65
	LITTERATURLISTE	67

1. Innledning

Jeg skal i denne oppgaven se nærmere på nordmenns sparevaner og sparealternativer. I kapittel 2 ser jeg generelt på sparing, og hvor nordmenn har plassert sparepengene sine, i tillegg til å kartlegge hvilke preferanser man kan velge sparealternativer ut fra. I kapittel 3-8 har jeg kartlagt noen av de viktigste sparealternativene vanlige husholdninger kan velge. Jeg vurderer alternativene ut fra forventet avkastning i forhold til risiko, samt hvor god likviditet man får ved å plassere penger i aktivaklassen. I kapittel 9 ser jeg så videre på eiendomsmarkedet, og hvordan eiendom burde implementeres i en spareportefølje. Kapittel 10 ser så på teorier bak porteføljesammensetning, samt eksempel på hvordan optimal porteføljesammensetning har blitt gjort i praksis. I kapittel 11 sammenligner jeg de avkastningsklassene jeg har vært inne på, for så å lage en forenklet markedsportefølje som hvem som helst kan klare å sette sammen. Denne har jeg så brukt til å lage tre forskjellige porteføljer for tre ulike preferanser med hensyn til avkastning, risiko og likviditet.

Med mindre annet er nevnt i oppgaven benytter jeg avkastningstall før jeg tar hensyn til inflasjon og skatt, altså nominell avkastning før skatt. Inflasjonen vil være lik for alle aktivaklasser, og jeg har derfor valgt å sammenligne uten å ta hensyn til inflasjonen. Den skattemessige behandlingen av avkastning i forskjellige aktivaklasser kan være forskjellig, og jeg har derfor valgt å behandle avkastningstall før skatt. En illustrasjon på hvordan utsatt skatt har innvirkning på avkastningen i en aktivaklasse gis i kapittel 11.2.

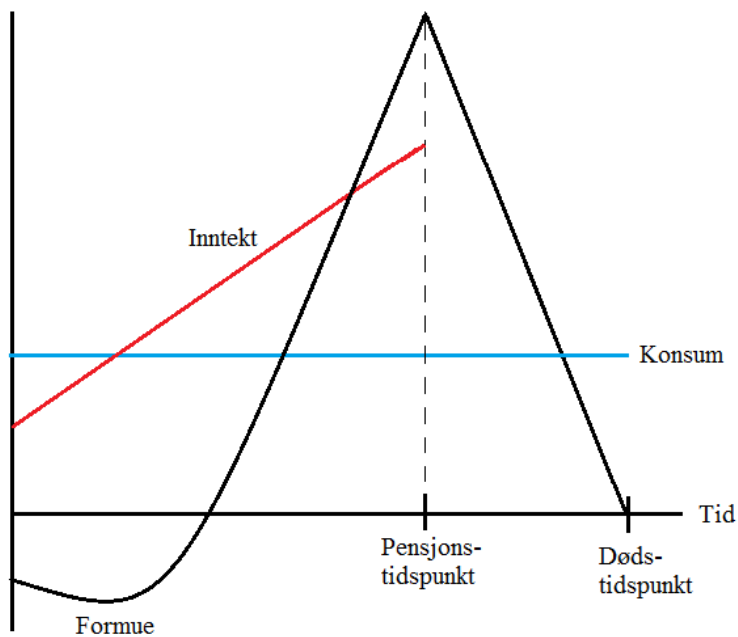
2. Sparing

2.1 Om sparing

Definisjonen på sparing er beløpet av disponibel inntekt som overstiger et individs konsum. Sparing er altså enkelt og greit penger vi har til overs etter vi har brukt det vi trenger på mat, drikke, transport, husly osv. Pengene som blir til overs er sparing, enten vi bare lar de bli stående på lønnskontoen frem til neste måned, eller om vi setter oss inn i sparemuligheter for å finne det beste spareproduktet for vår situasjon. Sparing er et interessant tema fordi alle har et forhold til sparing, enten det er snakk om negativ sparing i form av lån eller sparing i alt fra sparekonto til eiendomsfond.

Sparing kan skje ut ifra flere motiver, som konsumutjevning, forsiktighetsmotiv og ønsket om avkastning. Konsumutjevning er basert på et ønske om å fordele konsum jevnt over flere perioder, og dermed oppnå en ønsket konsumprofil. Gjennom livsløpet er det store forskjeller på hvor stor inntekt man har. Forbruket av varer og tjenester, konsum, følger ofte ikke samme utviklingen som inntekten. Dermed må man i perioder hvor man ønsker å konsumere mer enn man har i inntekter låne penger, mens i periodene der inntekten er høyere enn konsumet kan man spare penger.

Konsumutjevning har vært av stor interesse i økonomiske modeller, og en av disse modellene er livsløpshypotesen som ble utviklet av Franco Modigliani på 1950-tallet, og illustrerer hvordan individer fordeler sin inntekt ut over livsløpet. Figur 1 er en illustrasjon av Modiglianis livsløpshypotese.



Figur 1 - Modiglianis livsløpshypotese

Vi ser av figur 1 at inntekten er stigende frem til pensjoneringstidspunktet, dette er en typisk inntektsprofil, da erfaring og utdanning øker inntekten. Ifølge Modigliani er ønsket fast konsum gjennom hele livsløpet, som resulterer i negativ formue i begynnelsen, for deretter å øke formuen frem til pensjoneringstidspunktet. Ved pensjoneringstidspunktet har man typisk tilnærmet null i inntekt, slik at da synker formuen helt frem til dødstidspunktet.

I praksis ser jeg noen svakheter ved livsløpshypotesen i sin originale form. Jeg mener at ønsket ikke nødvendigvis er fast konsum gjennom hele livsløpet. Dette fordi at ved økt inntekt vil ønsket om å bruke mer til konsum, og ikke kun sparing melde seg. Jeg mener derfor konsumprofilen bør være stigende for så å flate ut eller synke igjen ved pensjonsalder. I tillegg blir det feil å anta en stigende inntekt som plutselig tar slutt ved pensjonstidspunktet. Man vil generelt få en pensjon som er en del lavere enn den tidligere inntekten, og pensjon får man livet ut. Jeg vil også anta at mange ønsker å sette av en arv til den neste generasjonen, slik at formuen ikke går i null ved dødstidspunktet.

En annen kjent konsumutjevningmodell er Milton Friedmans permanentinntektsmodell som også ble utviklet på 1950-tallet, og tar også for seg hvordan husholdninger velger en best mulig konsumprofil gitt inntekt og formue. Permanentinntektshypotesen sier at konsum og sparing bestemmes ut fra den permanente inntekten til et individ. Forutsetningen er at individene har en uendelig tidshorisont, også utover sitt eget livsløp. Med en slik

modellering vil en endring i disponibel inntekt kun endre forbruksadferd dersom inntektsendringen er varig.

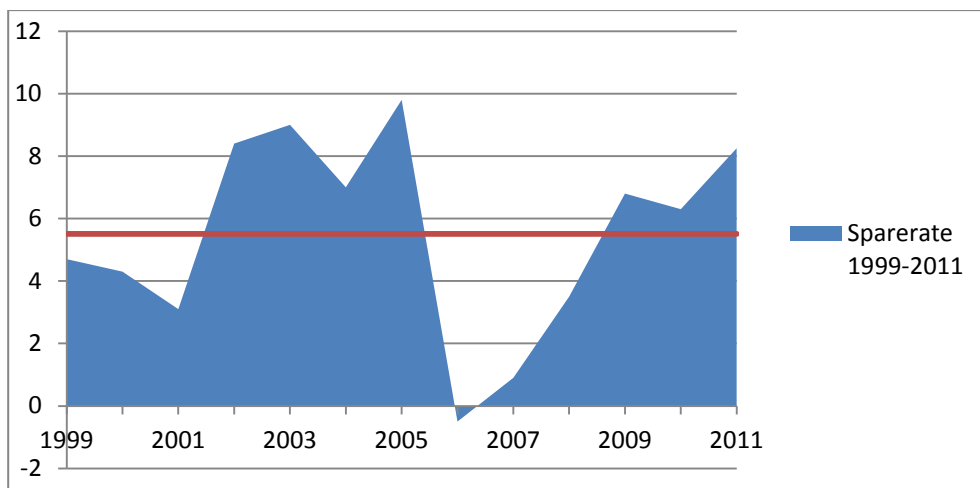
Det andre nevnte motivet til sparing er forsiktighetsmotivet, som er en viktig grunn til sparing for veldig mange. Å sette av en sum penger som en buffer i tilfelle bortfall av inntekt, uforutsette kostnader eller lignende, gir for mange en ekstra trygghet i hverdagen. Hvor høy den forsiktighetsmotiverte sparingen er, avhenger av flere faktorer, blant annet inntektssituasjon, risiko for bortfall av inntekt på grunn av nedbemanning, uførhet eller lignende, samt risikoaversjon. En person med veldig høy risikoaversjon vil typisk ha mye høyere forsiktighetsmotivert sparing enn en person med lav risikoaversjon. Å sette av penger til uforutsette situasjoner vil også føre til en større oppnåelse av motivet om en jevn konsumprofil. Hvis man har en bufferkonto til bruk hvis noe uforutsett skulle oppstå, behøver man ikke bruke av pengene man ellers ville brukt til konsum, og man kan dermed unngå et fall i konsumet.

Utålmodighet gjør at de fleste mener konsum i dag er mer verdt enn konsum i morgen. For at vi skal ville spare og forbruke i morgen i stedet for å forbruke i dag, krever de fleste en avkastning på sparingen, slik at verdien av konsumet i morgen blir mer verdt. Avkastning på sparingen er enda et motiv ved sparing. Vi sparer for å oppnå en avkastning slik at pengene blir mer verdt ved et senere tidspunkt.

Siden sparing per definisjon er inntekt som ikke er brukt til konsum er det flere typer sparing enn de man tradisjonelt tenker på som sparing. Dersom man kjøper langvarige konsumvarer vil den delen av kjøpet man konsumerer senere være sparing, mens verdifallet på eiendelen kan ses på som konsumet av eiendelen. Når man betaler tilbake på et lån eller når man putter penger på sparegrisen, kan man også si at man sparer.

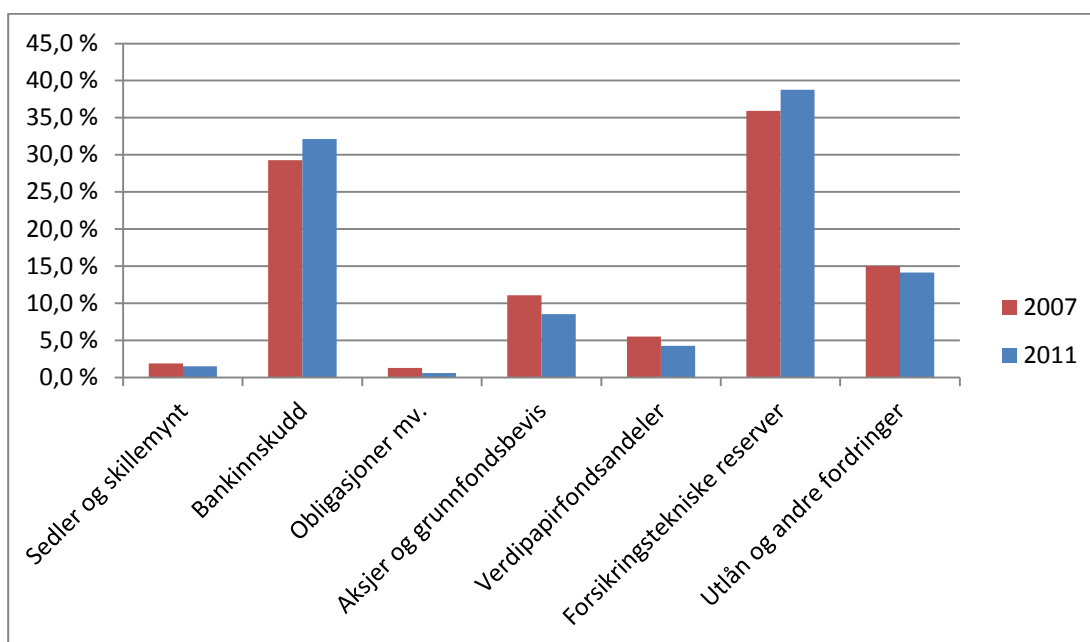
2.2 Hvor sparer nordmenn?

Sparing er, som tidligere nevnt, den delen av disponibel inntekt som ikke blir brukt til konsum. Andelen spart i prosent av disponibel inntekt kalles sparerate. Jeg har i figur 2 laget en oversikt over spareraten fra 1999 til 2011 (Statistisk sentralbyrå, 2007 og 2012A), som viser at hver nordmann i gjennomsnitt har spart rundt 5,5 % av sin disponible inntekt de siste 13 årene, men vi ser at spareraten varierer mye fra år til år.



Figur 2

Statistisk sentralbyrås (SSB) oversikt over husholdningers fordringer og gjeld gir noe oversikt over norske husholdningers plasseringer.



Figur 3

Oversikten i figur 3 viser hvor stor del av de totale fordringene som er i de forskjellige aktivaklassene for 2007 og 2011. De største klassene er bankinnskudd og forsikringstekniske reserver. Vi ser at andelen i både aksjer, obligasjoner og andre verdipapirer har gått ned fra 2007 til 2011, til fordel for bankinnskudd og forsikringstekniske reserver. Dette kan ha sammenheng med at finanskrisen førte til store nedganger i verdien av verdipapirer, eller at risikoen i slike investeringer ble synliggjort. Plassering i bolig er ikke inkludert i denne

oversikten. Vi finner i Statistisk sentralbyrå (2011), at i 2010 hadde over 2 millioner personer i Norge oppført et beløp på boligeiendom i sin selvangivelse. Dette tilsvarer over halvparten av den norske voksne befolkningen. Den gjennomsnittlige ligningsverdien for de med boligeiendom var rett i overkant av 500 000 kroner, som blir 267 600 i snitt for den voksne befolkningen. Forutsatt at ligningsverdien er 30 % av markedsverdien, vil gjennomsnittsnordmannen ha boligverdi på 892 000 kroner.

Videre kan vi lese fra selvangivelsesstatistikken at den gjennomsnittlige nordmannen har 565 200 kroner i gjeld. Forutsatt at hele beløpet er boliggjeld, er gjennomsnittlig netto boligformue 326 800 kroner.

2.3 Valg av sparealternativ

Det finnes et stort antall alternativer når man skal bestemme hvor man skal plassere sparepengene sine. Bankene har utviklet flere typer plasseringsalternativer for å tilpasse seg de fleste ønsker og preferanser. Det kan være vanskelig for kunden å evaluere hvilket alternativ som passer best, da bankene konkurrerer og kun anbefaler sine egne produkter. Sparingsprodukter man kan velge i er blant annet sparing på bankkonto, obligasjoner og aksjer, og jeg vil gå nærmere inn på ulike typer spareprodukter i de kommende kapitlene.

Hvilket sparealternativ som passer best, avhenger av den enkeltes preferanser når det gjelder ønsket avkastning, risiko og likviditet. Når vi sammenligner avkastning i de forskjellige sparealternativene, er det viktig å sammenligne på samme grunnlag når det kommer til skatt og inflasjon. Skatt er et ekstra viktig poeng når det kommer til aktivaklasser der gevinsten først blir realisert senere, slik at man får mulighet til å utsette skatten.

Det er vanlig at man ikke sparer i kun en aktivaklasse, men at man setter sammen en portefølje med andeler i de forskjellige aktivaklassene ut ifra preferanser. Porteføljer kan gi diversifiseringsgevinst og økt forventet risikojustert avkastning. Jeg vil i evalueringen derfor vurdere hvert enkelt aktiva alene, samt i en portefølje og foreslå det jeg mener er en god sparestrategi for gjennomsnittsnordmannen.

Dersom ikke annet er nevnt, forutsetter jeg under evalueringen av de ulike sparealternativene at personen ikke er i formuesskatteposisjon, altså ikke har formue som overstiger 750 000 kroner, se Stortingsvedtak (2012).

3. Banksparing

Banksparing innebærer å plassere penger i bank mot å få betaling for plasseringen i form av renter. Bankene opptrer med mange typer konti, alt etter hvilke motiver kundene har for sparingen. Her vil jeg se på fire forskjellige kontotyper: brukskonto, sparekonto, fastrenteinnskudd og boligsparing for ungdom (BSU). Hveem, Mjølhus, Nordstoga og Plahte (2010) nevner at man kan ha fire motiver for banksparing: (1) Transaksjonsmotivet er plassering motivert av ønsket om å lettvint kunne motta innbetalinger og utføre betalinger. Dette er typisk en brukskonto hvor summene gjerne er mindre enn på andre konti, og hyppigheten av transaksjoner er relativt høy. (2) Sikkerhetsmotivet er plassering for å ha penger i bakhånd, på en bufferkonto, dersom noe uforutsett skulle skje som fører til en utbetaling. Dette kan være for eksempel hvis vaskemaskinen eller kjøleskapet ryker. (3) Investeringsmotivet er plassering på lengre sikt, altså en investering hvor man forventer en avkastning som man kan nyte godt av i fremtiden. (4) Kundemotivet går ut på å ha et godt forhold til banken for å kunne få lån, og er lite aktuelt i dag siden det er mindre restriksjoner på kredittgivning i bankene.

3.1 Avkastning

Avkastningen på banksparing avhenger av hvilken type bankkonto pengene står på, og her følger en oversikt over de ulike avkastningene.

En brukskonto eller lønnskonto er som nevnt typisk transaksjonsmotivert, og avkastningen er lavere enn de andre alternativene.

Per 16. mars 2010 hadde kun ti av landets 150 banker en rente på 1 % eller høyere på sine lønnskontoer (Dine Penger, 2010). Videre ga i 2011 kun åtte banker en positiv avkastning når man inkluderer kostnader for bruk av konto som nettbank og kort (Dine Penger, 2011).

Sikkerhetsmotivert og investeringsmotivert plassering gir normalt høyere avkastning, og de typiske kontoene er sparekonto og fastrenteinnskudd. Sparekonto har normalt begrensning på antall frie uttak per år, og en høyere rente enn brukskonto, som øker trinnvis med innestående beløp. Per 01.02.2012 var gjennomsnittet for fem av de største bankene på 1,45 % for innestående under 50 000 kroner, og 3,22 % fra 50 000 kroner opp til 500 000 kroner, se Finansportalen.

Fastrenteinnskudd er innskudd hvor man binder pengene i en fastsatt periode til en fastsatt rente. Ved inngåelse av et fastrenteinnskudd låser du dermed innskuddet for den avtalte perioden. Renten man får på slike fastrenteinnskudd bestemmes av hvordan banken tror den flytende renten vil bevege seg i den aktuelle perioden, også kalt terminkurven. Et fastrenteinnskudd på 500 000 kroner med 1 års binding tilbys per 1. februar til følgende renter hos det beste alternativet, samt fem av de største bankene:

Tabell 1

Fastrenteinnskudd 500 000	1 år
Best (Bluestep finans)	4,20 %
DNB	3,65 %
Sparebank1 SR-bank	3,65 %
Fokus bank	3,60 %
Nordea Basis	3,65 %
Storebrand Bank	3,75 %
Gjennomsnitt 5 store	3,66 %

Vi ser at de større bankene ligger vesentlig lavere i sine tilbud enn det beste i markedet. Den gjennomsnittlige fastrenteavtalen av de 5 større bankene ser vi er 3,66 %, altså 0,44 % høyere enn den løpende renten på sparekonto. Denne meravkastningen kan både komme av at man får dårligere likviditet ved et fastrenteinnskudd, og/eller at bankene forventer stigende flytende rente i året som kommer.

En plassering som er kun investeringsmotivert, og ikke sikkerhetsmotivert, er boligsparing for ungdom. Alle banker tilbyr boligsparing for ungdom (BSU) til ungdom under 34 år. Dette er en konto hvor maksimalt sparebeløp per år er 20 000 kroner, og maksimalt totalt sparebeløp på kontoen er 150 000 kroner. Fordelen med BSU er at man får direkte fradrag i skatt på 20 % av årlig sparebeløp, som utgjør maksimalt 4 000 kroner. Dette tilsvarer en direkte avkastning på 20 %, dersom man er i skatteposisjon. Hele beløpet som står på BSU-kontoen må brukes til boligformål, og når man først har tatt ut penger fra kontoen har man ikke anledning til å fortsette å spare. Å opprette en BSU-konto er altså et engangstilbud til hver enkelt person. I tillegg til dette meget gunstige skattefradraget er innskuddsrenten på BSU-kontoene mye høyere enn rentene på vanlige sparekontoer. Tabell 2 viser en oversikt over den beste renten på BSU-kontoer, samt hos 5 av de største bankene i Norge.

Tabell 2

BSU	
Best (Høland og Setskog Sparebank)*	5,35 %
DNB	4,70 %
Sparebank1 SR-bank	4,70 %
Fokus bank	4,60 %
Nordea Basis	4,65 %
Storebrand Bank	4,50 %
Gjennomsnitt 5 store	4,63 %
*SpareBank 1 SMN gir 9,4 % rente, men dette tilbudet gjelder kun i 2012, så det er ikke tatt med her.	

Vi ser at gjennomsnittsrenten til 5 av de største bankene er på 4,63 %, noe som er 1,41 % høyere rente enn gjennomsnittlig sparekontorente ved innskudd på 500 000 kroner.

3.2 Risiko

Risikoen ved å spare i bank er liten. Norske banker er medlem i Bankenes sikringsfond, som garanterer for innskudd opp til 2 millioner, som betyr at alle innskudd opp til 2 millioner er risikofrie. Denne grensen gjelder per bank, slik at man kan øke risikofri plassering ved å plassere i flere banker.

Markedsrisikoen, dvs. risikoen for at rentebetingelsene endres i løpet av sparehorisonten, er en relevant risiko man må ta ved bankplasseringer. Ved vanlig sparekonto og BSU kan rentebetingelsene endres i løpet av sparehorisonten, mens et fastrenteinnskudd gir samme avtalte rente hele perioden. Hvilken av løsningene som er mest gunstig, avhenger av om renten synker eller stiger i løpet av spareperioden, men dersom banken anslår rentebanen korrekt vil de gi omtrent lik avkastning.

3.3 Likviditet

Likviditeten på bankkontiene er motsatt korrelert med avkastningen der likviditeten på brukskonto er størst, der man har fri tilgang til pengene uten restriksjoner. Likviditeten på sparekonto er noe lavere, da det kan være begrensninger på antall gebyrfrie uttak, og en kostnad på rundt 1 % av beløpet som tas ut dersom grensen er overskredet. Fastrenteinnskudd er lite likvid da pengene er bundet opp for en avtalt periode, og potensielt

store kostnader vil påløpe ved brudd på avtalen. Minst likvid er BSU-plassering da pengene her er låst fast til boligformål og ved at man mister fordelene av å fortsette å spare på BSU-konto hvis man velger å ta ut pengene.

Oppsummert er derfor brukskonto den mest likvide, etterfulgt av sparekonto. Den minst likvide er BSU-konto, mens fastrenteinnskudd også er lite likvid.

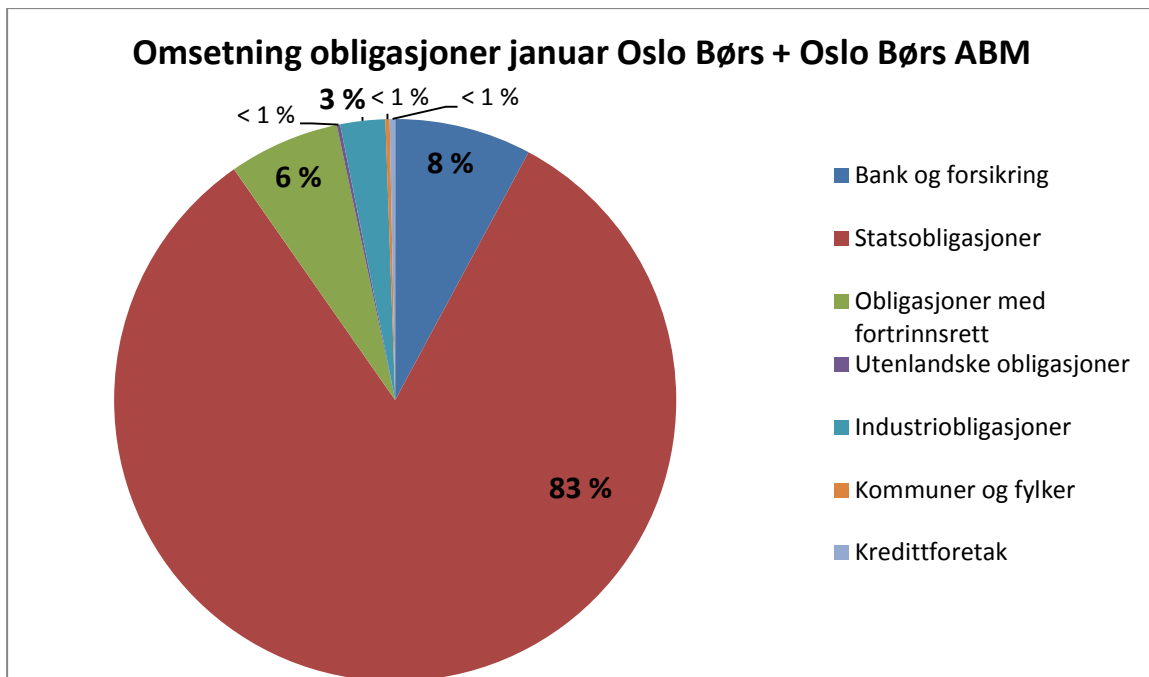
4. Obligasjonssparing

En obligasjon er et rentebærende papir som har løpetid på over 1 år. Obligasjoner er som regel utstedt av enten stat, kommuner eller store bedrifter. Den mest vanlige typen obligasjoner er statsobligasjoner, men det blir mer og mer vanlig for store bedrifter å utstede obligasjoner som en alternativ måte å få inn kapital på. Man kan ha obligasjoner med kupongutbetalinger hvor utsteder betaler ut periodiske kuponger, for eksempel hvert halvår i tillegg til rente og hovedstol¹ ved utløp av obligasjonstiden, og man kan ha nullkupongobligasjoner som ikke har noen kupongutbetalinger, men kun utbetaling av rente og hovedstol ved forfall. Det finnes også andre former for obligasjoner, som for eksempel konvertible obligasjoner som gir eieren rett til å gjøre om obligasjoner til aksjer til en på forhånd avtalt aksjekurs. Jeg går ikke nærmere inn på denne typen obligasjoner her.

I Norge handles obligasjoner på to markeder; Oslo Børs og Oslo Børs ABM². Oslo Børs ABM er en alternativ markedsplass for notering og handel av obligasjoner og sertifikater. I januar 2012 ble det omsatt obligasjoner for over 81 milliarder kroner på Oslo Børs, mens det på Oslo Børs ABM ble omsatt for over 18 milliarder kroner. Figur 4 viser den totale omsetningen av obligasjoner fordelt på type obligasjoner:

¹ Opprinnelig innskutt beløp

² Alternative Bond Market



Figur 4

Vi ser at statsobligasjoner utgjorde hele 83 % av omsetningen i januar. Etter statsobligasjoner utgjorde bank og forsikring, obligasjoner med fortrinnsrett og industri den største omsetningen.

4.1 Avkastning

Avkastningen til obligasjoner blir fastsatt ved utstedelse av obligasjonen. Renten som blir satt og prisen på obligasjonen gjenspeiler rentekurven. Obligasjoner blir omsatt i stor grad i markedet og prisen på obligasjoner er negativt korrelert med markedsrenten, da det vil være gunstigere å ha obligasjonen og kupongutbetalingen når den flytende renten i markedet går ned. Obligasjonsprisen reflekterer derfor markedets pris på å få kupongutbetalinger årlig, eventuelt renten i slutten av perioden i nullkupongobligasjoner, istedenfor å ha plassering til markedets løpende rente,

Utvalget av obligasjoner er stort med hensyn til løpetid, og har både innenlandske og utenlandske utstedere. Kupongrentene kan variere mye og noen obligasjoner tilbyr kupongrente helt opp mot 15 %. Norske statsobligasjoner legges normalt ut hvert 2. år, og har 11 års levetid. Per februar 2012 ligger det 5 forskjellige norske statsobligasjoner på markedet. Oppgitte effektive renter på obligasjonene strekker seg fra 1,34 % til 2,23 %.

Samtlige av de norske statsobligasjonene har kurs over 100, hvilket vil si at rentene i markedet har gått ned siden obligasjonene ble utstedt.

Avkastningen fra obligasjoner er, i likhet med banksparing, skattepliktig i det året man mottar rentene.

4.2 Risiko

Obligasjoner har fire typer risiko: markedsrisiko, inflasjonsrisiko, likviditetsrisiko og kredittrisiko. Obligasjonen taper seg i verdi når markedsrentene stiger over kupongrentene.

Obligasjoner har, i likhet med banksparing, inflasjonsrisiko som er risikoen for at avkastningen til obligasjonen ikke dekker inflasjonen, dvs. at pengene mister kjøpekraft. Spesielt ved norske statsobligasjoner er denne risikoen stor siden de anses for å være uten konkurrisiko og likviditetsrisiko, og dermed har lave effektive renter. Slike obligasjoner kan likevel være positivt for personer med selvkontrollproblemer, da den årlige kupongen kan brukes til å dekke årlige nominelle forpliktelser.

En annen type risiko i obligasjonsmarkedet er kredittrisiko, altså soliditeten til utstederen av obligasjonen. Dersom utsteder har lav kreditt-rating, vil det være større sannsynlighet for at han ikke har mulighet til å gjøre opp for seg, og dermed blir det lagt til en risikopremie som kompensasjon for dette. Norske statsobligasjoner er blant de obligasjoner som anses sikrest i hele verden, og risikoen for at den norske staten ikke klarer å gjøre opp for seg er altså mikroskopisk. Risikoen i obligasjonsmarkedet ble i større grad synliggjort under, og etter, finanskrisen da det ble klart at selv stater ikke nødvendigvis er sikre utstedere.

4.3 Likviditet

I mange obligasjoner finnes det en likviditetsrisiko, altså risiko for at ikke obligasjonen handles hyppig og mye nok til at man raskt får solgt og gjort om obligasjonen til penger. Statsobligasjoner handles, som vi så i grafen tidligere, mye og likviditetsrisikoen er derfor liten. Andre obligasjoner handles derimot ikke fullt så ofte, og man risikerer å bli sittende med obligasjonen lenger enn man ønsker, i verste fall helt til obligasjonens forfallstidspunkt.

5. Aksjesparing

En aksje er en eierandel av et aksjeselskap, og innehaveren av en aksje får ta del i verdiskapningen til bedriften. Aksjekapitalen er det som blir skutt inn ved aksjeemisjoner, mens egenkapitalen består av både aksjekapitalen, tilbakeholdt overskudd og overkursfond³. Aksjer gir som regel rett til å avgi stemme ved bedriftens generalforsamling. Aksjeeierne av et selskap får overskuddet fra driften etter at kreditorene og staten har fått det de skal ha. Dette overskuddet kan enten utbetales som utbytte eller reinvesteres internt i selskapet, som gjerne fører til verdiskapning og stigende aksjekurs.

Aksjemarkedet er stort og det finnes aksjer i mange sektorer og i mange land. I dagens internettverden har det blitt veldig enkelt å registrere seg og komme i gang med aksjesparing. En kjøpsordre på antall aksjer og maksimal kurs man er villig til å betale legges inn i handelssystemet til Oslo Børs, og matches med salgsordrer som tilsvare ditt ønske. Ordren kan være tidsbegrenset. Enhver aksjetransaksjon har kostnader i form av kurtasje til megleren man handler via. Kurtasjen varierer mellom meglere, der minste kurtasje er fra 39-100 kroner per transaksjon og maks kurtasje er på opp mot 0,15 % av handlet beløp.

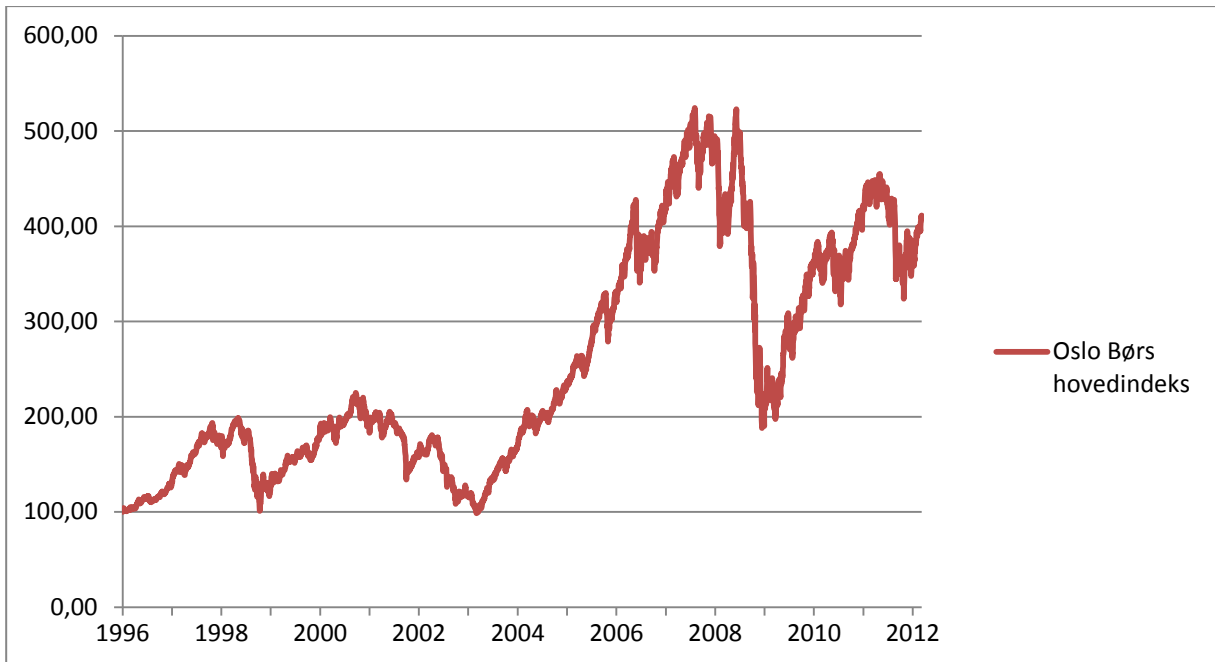
5.1 Avkastning

Jeg vil her begrense meg til å se på avkastningen i aksjemarkedet i Norge, da dette er mest aktuelt for vanlige husholdninger i Norge.

Avkastningen i aksjemarkedet er blant de mest usikre avkastningene. Avkastningen avhenger av mange forhold, både internt i selskapet og markedsforhold. Blant annet er markedets forventning en viktig faktor, da aksjekursen kan gå ned selv om selskapet leverer gode resultater, dersom markedets forventning var enda bedre. Betaverdien er en indikator på aksjens risiko, da den er et mål på hvor mye aksjen forventes å svinge i forhold til hovedindeksen på Oslo Børs. Betaverdien kan brukes til å beregne forventet avkastning.

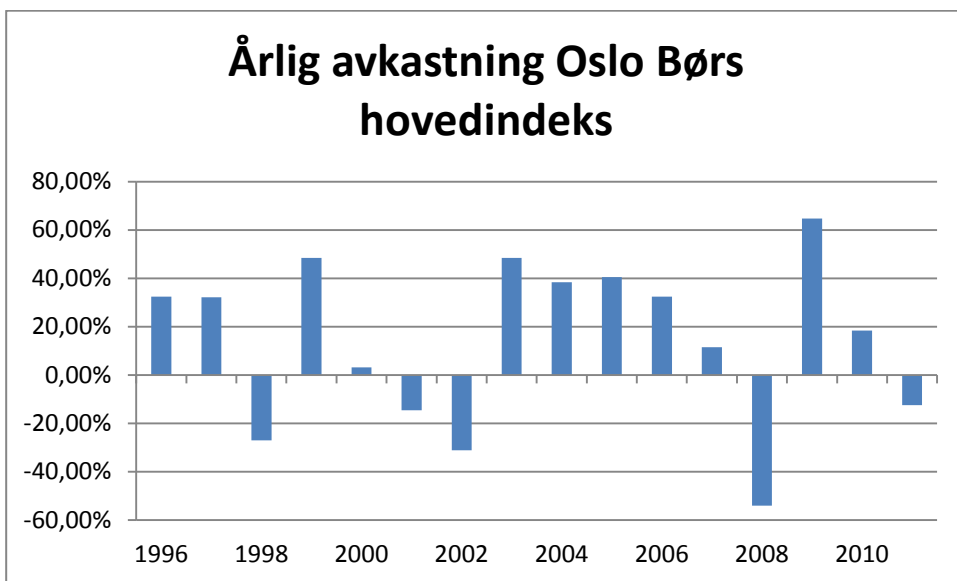
Figur 5 viser utviklingen på Oslo Børs hovedindeks fra januar 1996 til februar 2012.

³ Innskutt egenkapital som overstiger aksjekapitalen



Figur 5 – laget på basis av data fra Oslo Børs (2012C)

Oslo Børs har en klart stigende trend, som indikerer at man i det lange løp kan forvente en positiv avkastning på investering i hovedindeksen. I begynnelsen av 1996 ble hovedindeksen satt til 100, og per februar 2012 er hovedindeksen over 400. Dette vil si at dersom man kjøpte aksjer tilsvarende hovedindeksen på Oslo Børs og holdt fra 1996 til 2012, ville disse pengene ha firedoblet seg i nominell verdi. Figur 6 viser de årlige avkastningene fra 1996 til 2011.



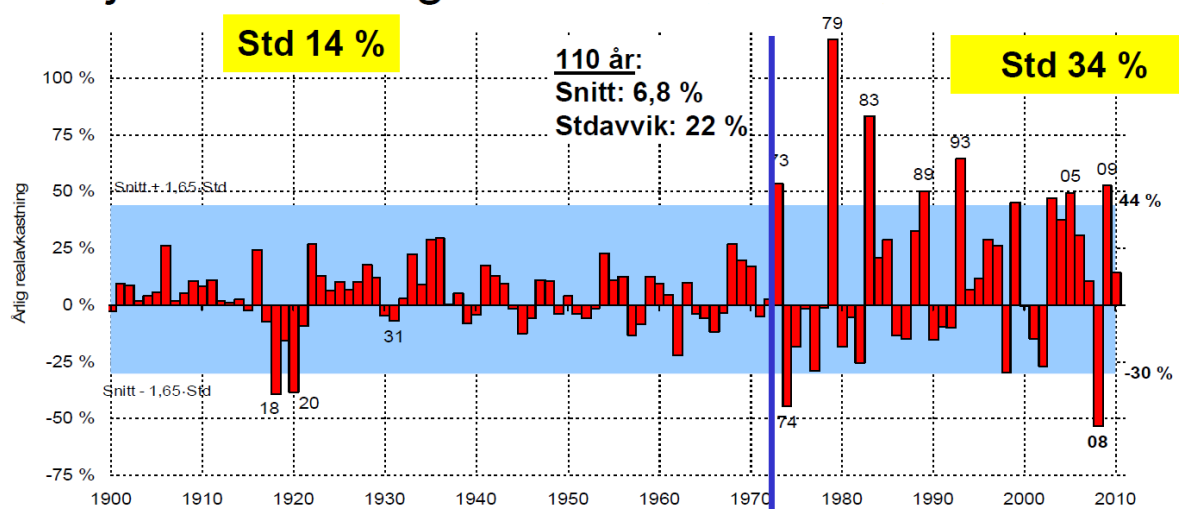
Figur 6 – laget på basis av data fra Oslo Børs (2012C).

Figuren viser årlig avkastning fra 1. januar til 31. desember hvert år fra 1996 til og med 2011. Ved kjøp i januar 1996 og salg i desember 2011 vil man ha oppnådd en geometrisk gjennomsnittlig avkastning på 8,8 % årlig. Altså vil pengene ha vokst i gjennomsnitt 8,8 % årlig i 16 år. Men selv om avkastningene i gjennomsnitt er positiv, ser vi at i 5 av de 16 årene jeg har sett på har avkastningen vært negativ. Det kan dermed se ut som om avkastningen er negativ omtrent hvert tredje år.

5.2 Risiko

Figur 7 viser aksjerisikoen og avkastningstall for Norge de siste 110 årene.

Aksjerisiko: Norge 1900 – 2010



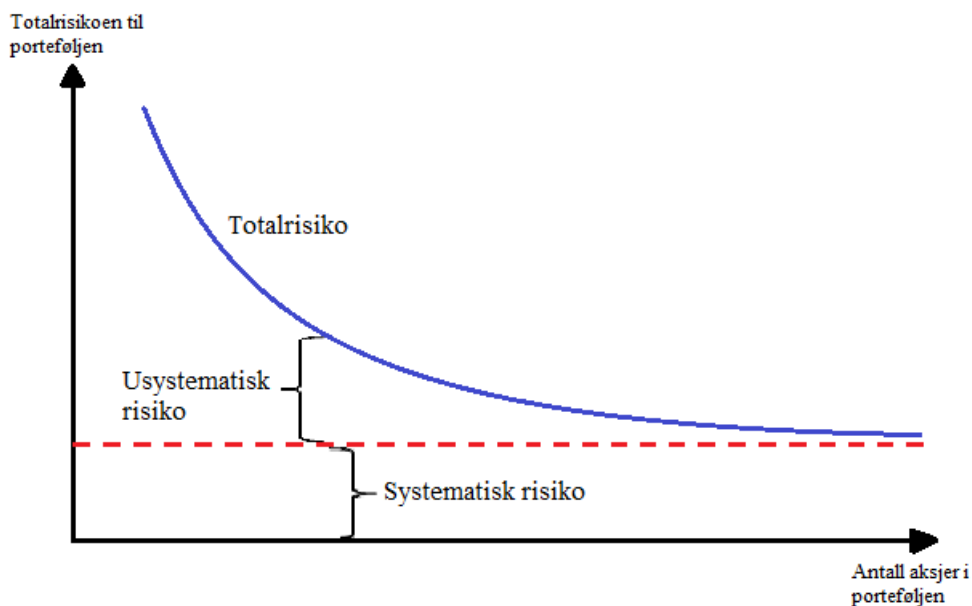
Figur 7 – Fra forelesningsnotater i FIE426 – Kapitalforvaltning, Thore Johnsen.

Vi kan se i denne figuren at i 43 av de 110 årene tabellen er fra, var avkastningen til aksjer i Norge negativ. Dette tilsvarer i gjennomsnitt hvert 2,5. år, noe som stemmer relativt greit med mine nyere tall for 1995-2012. Altså må man regne med at en aksjeportefølje taper seg i verdi minst hvert 3. år.

Man ser fra både figur 6 og figur 7 at det kan innebære stor risiko å investere i aksjer, siden nedganger på kort sikt har tidvis vært veldig store. Risikoen i aksjer ble synliggjort under finanskrisen, og i ekstremåret 2008 falt Oslo Børs hovedindeks over 54 %, noe som gjør det til det dårligste aksjeåret i hele oversikten. Vi ser også at risikoen, målt ved standardavvik, ved norske aksjer har økt vesentlig i nyere tid, fra 14 % mellom 1900 og 1972 til 34 % mellom 1973 og 2010.

I aksjemarkedet deler vi inn i to typer risiko: systematisk risiko og usystematisk risiko. Den usystematiske risikoen, også kalt den bedriftsspesifikke risikoen, er risikoen ved selve selskapet, altså risikoen for at selskapet presterer dårlig på grunn av interne forhold som for eksempel dårlig styre/ledelse eller fall i produksjon. Denne typen risiko burde man redusere i størst mulig grad gjennom diversifisering, da investoren ikke mottar kompensasjon for denne typen risiko i markedet. Diversifisering innebærer å redusere den bedriftsspesifikke risikoen ved å investere i forskjellige aksjeselskaper i forskjellige sektorer, siden usystematisk risiko innenfor en sektor kan være sterkt korrelert.

Den systematiske risikoen, også kalt markedsrisiko, er risiko på makronivå, altså risiko ved den generelle økonomiske utviklingen. Beta verdien er et mål på den systematiske risikoen og sier noe om hvor mye aksjen forventes å svinge i forhold til markedet. Figur 8 viser forholdet mellom totalrisikoen i porteføljen og antall aksjer i porteføljen. Vi ser hvordan den usystematiske risikoen reduseres betraktelig ved å øke antall aksjer i porteføljen.



Figur 8

Et eksempel på god diversifisering kan være å investere blant annet både i Statoil og Norwegian. Begge aksjer avhenger mye av oljeprisen. Statoilaksjen gjør det godt ved høy oljepris, mens Norwegianaksjen gjør det godt dersom oljeprisen er lav, pga. lavere kostnader til drivstoff. Ved å ha begge aksjene i porteføljen vil man dermed redusere risikoen ved endringer i oljeprisen. Hvis man heller hadde investert alt i Statoil, hadde man oppnådd god avkastning ved høy oljepris, men mye lavere avkastning ved lav oljepris. Det er selvfølgelig

mange andre ting som kan påvirke aksjekursene enn oljeprisen, men måten å tenke på er korrekt.

5.3 Likviditet

Likviditeten i aksjemarkedet varierer mye og avhenger av hvilke aksjer man handler i. Aksjene på Oslo Børs blir delt inn i følgende likviditetssegmenter: OBX, OB Match, OB Standard og OB Egenkapitalbevis. OBX er de 25 mest likvide aksjene på Oslo Børs og inkluderer selskaper som Statoil, DNB og Telenor. Disse er store selskaper med stor omsetning, og er derfor svært likvide. OB Match er de nest mest likvide aksjene og består av 100 selskaper som omsettes i gjennomsnitt minst 10 ganger per dag, eller selskaper som har inngått en avtale om likviditetsgaranti godkjent av Oslo Børs. OB Standard består av 30 selskaper som omsettes færre enn 10 ganger per dag i gjennomsnitt. OB Egenkapitalbevis består av sparebanker med egenkapitalbevis.

I tillegg har man aksjer som ikke omsettes på børsen. Disse er ofte mindre likvide fordi de ikke omsettes på en markeds plass på jevnlig basis.

6. Pensjonssparing

Pensjonssparing innebærer å spare penger i sin yrkesaktive periode for å kunne bruke når man ikke lenger har en fast lønnsinntekt, typisk i pensjonstiden. Staten står for en stor del av den økonomiske sikringen til det norske folk gjennom folketrygden og andre offentlige institusjoner. Tilbudene fra staten er mange, og omfatter blant annet dagpenger, uføretrygd og alderspensjon. Selv om statens tilbud dekker våre fysiologiske behov, gir ønsket om konsumutjevning et ønske om å ha mer disponible midler i denne perioden enn det som blir utbetalt av staten. Det må dekkes på andre måter, og produktene som er opprettet for dette er blant annet livrente og individuell pensjonssparing (IPS).

6.1 Livrente

Livrente er et produkt hvor man betaler inn enten et engangsbeløp eller flere periodiske, beløp. Det oppsparte beløpet utbetales over minimum 6 år når man har nådd pensjonsalder (eller annen ønsket 6-årsperiode). Når man har inngått en avtale om livrente må tiden fra tegningstidspunktet til siste krone blir utbetalt være minimum 12 år. Dette innebærer at det kan være et godt produkt for personer som har selvkontrollproblemer. Dette fordi man er nødt til å binde seg til masten, og har ikke mulighet til å ta ut alle pengene ved et tidligere tidspunkt. Man kan velge mellom to typer livrente; livrente med rentegaranti og livrente med investeringsvalg. Livrente med rentegaranti gir en minimum årlig rente på 2 – 3 %. Da bestemmer utstederen hvilke aktivaklasser pengene skal plasseres i, og pengene blir fordelt ut over sikre renter, aksjer, obligasjoner og eiendom. Livrente med investeringsvalg gir sparerer selv muligheten til å velge hvor pengene skal plasseres, og hvor mye som skal plasseres i hvilket aktiva av de fondene utsteder tilbyr. Det er ingen begrensning på bytte av fond, og det gir ingen ekstra omkostninger eller skattemessige konsekvenser ved å bytte fond. Før 2007 hadde livrente en stor fordel ved at plasseringer i livrente var fritatt for formuesskatt, som for mange kan være en viktig fordel. Denne fordel ble imidlertid fjernet fra og med 2007, og førte til at livrenten mistet sitt konkurransefortrinn.

6.1.1 Avkastning

Avkastningen i livrente vil tilsvare avkastningen til de aktivaklassene man investerer i. Livrenten har en innskuddskostnad på typisk 2 % av innskutt beløp. Fordelen til livrente er

at man ved investeringsvalg fritt kan bytte mellom fond uten at det utløser kjøpsomkostninger, og uten at gevinsten blir realisert og kommer til beskatning. Har man store urealiserte gevinster er det dermed en stor fordel å kunne bytte mellom fond og utsette gevinstskatten lengst mulig med livrente i forhold til vanlige fond. Dette på grunn av at man kan få en rentes-rente-avkastning på hele gevinsten, og ikke bare gevinsten etter skatt. Det finnes imidlertid en stor negativ side ved livrente, i tillegg til at man ikke lenger er fritatt for formuesskatt. Dette er at man ikke har rett til skjermingsfradrag når man realiserer gevinsten i livrente. Ved vanlig plassering i aksjefond har man rett til skjermingsfradrag tilsvarende den risikofri renten på realiserte gevinster. Dersom realisert avkastning er 8 %, og skjermingsrenten er 3 %, vil kun 5 % av gevinsten beskattes. Denne fordelingen mister man altså ved plassering i livrente. Mer om skjermingsfradrag kommer senere i oppgaven.

6.1.2 Risiko

Risikoen i livrente avhenger fullt og helt av hvilke aktivaklasser man plasserer pengene i. I livrente med rentegaranti er risikoen lav, fordi man uansett hvordan det går i markedet er sikret en minimumsavkastning, samtidig som man er eksponert mot flere aktivaklasser. Minimumsavkastningen ligger rundt Norges Banks inflasjonsmål, som gjør at man i livrente med rentegaranti har liten inflasjonsrisiko. Mer om risikoen for fondsplasseringer kommer under kapittelet om sparing i fond.

6.1.3 Likviditet

Livrenten har dårlig likviditet, fordi livrenten har krav om at avtaleperioden må være over 12 år, og utbetalingen må skje over minimum 6 år. Dette gjør at man ikke kan få ut hele sparebeløpet før det har gått 12 år.

6.2 Individuell pensjonssparing

Loven om individuell pensjonssparing ble vedtatt 27. juni 2008, (og senere endret 1. januar 2011), og er en del av den nye pensjonsreformen fra 2010. Staten ønsker med denne loven å oppfordre til større individuell pensjonssparing ved å tilby skattelette ved sparing på en IPS-konto. Man kan hvert år fra man fyller 18 år spare 15 000 kroner på en IPS-konto, og få 28 % av sparebeløpet i skattefradrag, dvs. 4 200 kroner i skattefradrag. Dette gunstige skattefradraget oppveies mot at hele uttaket, ikke bare avkastningen, fra en IPS-konto blir

skattlagt med samme sats som pensjonsinntekten ved uttak. Marginalskatten på personinntekt skattlegges forskjellig etter hvor stor pensjonsinntekten er, og ligger på rundt 40 % ved pensjonsinntekt over 160 000 kroner (Abcnhyeter, 2012). Dette produktet har vært mye diskutert i pressen, og flere eksperter setter spørsmålstegn til hvor gunstig dette produktet faktisk er.

6.2.1 Avkastning

Lønnsomheten av dette produktet avhenger av flere faktorer, blant annet skatteposisjon på innbetalingstidspunkt, skatteposisjon på utbetalingstidspunkt og formuesposisjon. Skattefradraget på maksimalt 4 200 kroner per år må sees i forhold til den større skattebetalingen når pengene skal utbetales. Jeg har laget en enkel oversikt med to alternativer; sparing til pensjon utenfor IPS i tilsvarende aktivaklasser, og sparing til pensjon med IPS. Jeg har forutsatt maksimal sparing, altså kr 15 000, innskutt 1. januar hvert år fra man fyller 30 år til man fyller 67 år. I alternativet for sparing med IPS har jeg forutsatt at også skattefradraget på kr 4 200 spares, slik at total sparing for dette alternativet er kr 19 200 per år. Årlig avkastning har jeg satt til 6 %.

Tabell 3

Alternativ 1: Sparing uten IPS					
Alder	30	31	32	66	67
Sparing 1/1	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000
Avkastning	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %
Verdi 1.1	15 000	30 900	47 754	1 909 022	2 038 563
Verdi 31.12	15 900	32 754	50 619	2 023 563	2 160 877
Verdi ved 67 år	2 161 000				
Totalt innbetalt	570 000				
Avkastning	1 591 000				
Skatt 28 %	445 000				
Utbetalt (over 10 år)	1 716 000				
Alternativ 2: Sparing med IPS					
Alder	30	31	32	66	67
Sparing 1/1	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000
Skattefradrag	4 200	4 200	4 200	4 200	4 200
Total sparing	19 200	19 200	19 200	19 200	19 200
Avkastning	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %
Verdi 1/1	19 200	39 552	61 125	2 443 548	2 609 361
Verdi 31/12	20 352	41 925	64 793	2 590 161	2 765 922
Verdi ved 67	2 766 000				
Skatt (40 %)	1 106 000				
Utbetaling (over 10 år)	1 660 000				

På grunn av skattefradraget og rentes-rente-effekten er verdien av sparingen 600 000 kroner høyere ved sparing i IPS etter endt spareperiode. IPS beskattes som pensjonsinntekt, altså til en marginalsatt på ca. 40 % av hele beløpet, mens i sparing utenfor IPS beskattes kun gevinsten som kapitalinntekt med 28 %. Med disse forutsetningene blir utbetalingen lavere ved sparing med IPS enn sparing uten IPS. Utbetalingen skal riktignok skje over en periode på 10 år, men jeg har for enkelhets skyld sammenlignet alternativene ved slutten av spareperioden. Det er selvfølgelig flere faktorer som må tas med i betraktningen ved avgjørelsen om IPS eller ikke IPS som sparing til pensjon:

Ved sparing i IPS låser man sparebeløpet frem til pensjonsalder. Dette kan selvfølgelig være positivt, siden man ikke har mulighet til å bruke pengene på andre ting, men dersom det skulle dukke opp uforutsette ting når man er 30 år som gjør at man må skaffe til veie kapital er det dumt å ha låst penger over 30 år frem i tid. Dette problemet unngås ved å heller spare direkte i for eksempel aksjefond.

Ved sparing i IPS har man ikke retten til skjermingsfradrag, slik som ved sparing i aksjefond. Dette er i stor grad med på å favorisere aksjefond fremfor IPS.

Penger man har plassert på en IPS-konto er fritatt for formuesbeskatning. Dersom man er i en posisjon hvor man må betale formuesskatt utgjør dette maksimalt 1,1 % av innestående beløp. Selv om årlig sparebeløp kun er kr 15 000 vil det over mange år med stadig nye 15 000 kroner spart utgjøre relativt mye i spart formuesskatt⁴. Dette gjør at sparing i IPS blir mer gunstig vis-a-vis aksjefond.

Man har muligheten til å bytte mellom forskjellige aksjefond, og mellom aksjefond og bankkonto/rentefond uten at det utløser gevinstbeskatning. Dette gjør at man ivaretar fordelene av å utsette skatten lengst mulig, samt at man kan endre risikoprofilen til investeringen underveis. Aksjer har gjerne en lenger investeringshorisont enn risikofrie alternativer, og ettersom det blir kortere og kortere tid til pensjonsalder kan det være lurt å vekte ned andelen aksjer i porteføljen til fordel for risikofrie alternativer.

⁴ Bare i året man fyller 67 år vil formuesskatten på innestående beløp ved sparing uten IPS utgjøre: $2\,161\,000 * 1,1\% = 23\,800$ kroner

Endringer i forutsetningene i utregningene mine kan føre til store forskjeller fra tallene jeg har funnet. Jo større årlig avkastning man regner med å få, jo større fordel er det å ha skattefradraget på kr 4 200 å investere i tillegg hvert år, og jo mer fordelaktig blir dermed IPS-kontoen. Regler og skattesatser fastsatt av myndighetene kan forandre seg mye på 37 år. Dermed er det umulig å si noe om lønnsomheten til IPS-sparing i forhold til aksjefond i fremtiden. Kanskje endres beskatningen av IPS slik at utbetalingene blir skattlagt som vanlig aksjefond, eller kanskje fjernes IPS-fritaket for formuesbeskatning. Mye kan skje som kan føre til store fordeler av det ene alternativet fremfor det andre.

6.2.2 Risiko

Risikoen ved sparing på IPS-konto bestemmer man helt selv. Flere tilbydere har ulike risikopakker hvor den mest risikable består av 100 % aksjer, mens den minst risikable kun består av sikre rentepapirer/bankinnskudd. Man kan også sette sammen sine egne porteføljer, og dermed også bestemme sin egen risikoprofil. Det finnes også en risiko ved at man ikke vet hvilken skatt man må betale på pensjonen sin i fremtiden. Jo høyere marginalsatt man får som pensjonist, jo mindre vil man få utbetalt av kontoen. Det finnes også en risiko for at myndighetene endrer rammebetingelsene for IPS eller at formuesskatten fjernes slik at IPS mister mye av sitt konkurransefortrinn.

6.2.3 Likviditet

Likviditeten i å spare til pensjon utenfor IPS avhenger helt av type spareområde, og er gått nærmere inn på i de forskjellige sparemåtene. Sparing i IPS gjør at man låser hele sparebeløpet på inntil 15 000 kroner årlig frem til man pensjonerer seg. Likviditeten ved en IPS-konto er altså veldig lav.

7. Sparing i fond

Et fond er en investeringsplattform som tilbyr investorer å kjøpe fondsandeler. En fondsandel gir, i likhet med aksjer, rett til en andel av avkastningen til fondet. Et fond fungerer på den måten at det samler inn kapital fra mange små og store investorer, for så å investere dette videre i markedet. Hva det investeres i, kan være blant annet aksjer, obligasjoner, bankrenter og eiendom (herav aksjefond, obligasjonsfond, rentefond og eiendomsfond). Et fond er gjerne avgrenset hva gjelder aktiva. Eksempelvis vil et aksjefond plassere størsteparten av pengene i aksjer, og et eiendomsfond vil plassere størsteparten av pengene i eiendom. Videre deles gjerne aksjefond inn i grupper, for eksempel nordiske fond med mesteparten av kapitalen plassert i Norden, globale fond som plasserer kapitalen globalt, eller sektorfond som plasserer mesteparten av kapitalen i en spesiell sektor av økonomien. På denne måten kan investor, hvis ønskelig, velge det overordnede området hvor pengene skal bli plassert, mens fondsforvalterne tar seg av selve plasseringen.

Jeg vil i det følgende ta for meg aksjefond, indeksfond, obligasjonsfond og pengemarkedsfond. Eiendomsfond går jeg nærmere inn på under kapitlet om sparing i eiendom.

7.1 Aksjefond

Det finnes mange hundre forskjellige aksjefond, og alle har til felles at de prøver å få til en bedre avkastning enn markedet. Et aksjefond må etter Verdipapirfondenes forening ha 80-100 % eksponering mot aksjemarkedet. For at et fond skal kunne plasseres i en kategori, altså for eksempel Norge, Norden eller en bestemt sektor, må normalt minst 80 % av kapitalen være eksponert mot kategorien. For at et fond dermed skal kunne kategoriseres som et norsk fond, må minst 80 % av kapitalen være plassert i norske aksjer.

Fordelene ved å plassere penger i aksjefond, er at uansett hvor mye man plasserer blir man mye bedre diversifisert enn hvis man skulle plassert pengene i enkeltaksjer selv. Fondsforvalterne tar seg av kjøpet av enkeltaksjer, mens investorene kun trenger å tenke på fondet som helhet. Dette gjør at hvem som helst kan investere i aksjer uten å vite noe om aksjer i det hele tatt, siden forvaltningen blir gjort av profesjonelle forvaltere. Ulempen med å plassere penger i aksjefond, er at det kan være store forvaltningskostnader. Jo større grad

av aktiv forvaltning det er i fondet, jo større er gjerne kostnadene. De fleste aksjefond har et tegningsgebyr ved inngåelse som kan ligge opp mot 5,25 % av innskudd kapital. Mange har også et innløsningsgebyr, altså et gebyr på en andel av uttak, som ligger opp mot 3 %. I tillegg har alle aksjefond et årlig forvaltningshonorar, som for de fleste fond ligger mellom 1,5 % og 2 % av forvaltet kapital.

7.1.1 Avkastning

Aksjefond prøver å skape en meravkastning i forhold til sin referanseportefølje. Spørsmålet er hvorvidt den aktive forvaltningen kan vise til en meravkastning i forhold til markedet som forsvarer de ekstra kostnadene. Hvis vi ser på 2011 som et eksempel kan Langberg og Dugstad (2011), fortelle at av 70 norske aksjefond gjorde hele 64 av fondene det dårligere enn Oslo Børs hovedindeks. Over halvparten av fondene falt med over 20 % (per 9. desember 2011), mens hovedindeksen kun hadde falt 14 %. Årsaken til de store fallene i forhold til markedet har vært annerledes sammensetning av akser i forhold til hovedindeksen. Små selskaper gjorde det veldig dårlig i 2011, og for store andeler i disse har mye av skylden for de store nedgangene. Nå var selvfølgelig 2011 kun et eksempel på ett spesifikt år hvor aksjefond generelt gjorde det dårligere enn hovedindeksen. Noen aksjefond kan vise til høyere avkastning enn sin referanseportefølje over tid, selv etter kostnader er fratrukket. Eksempler på dette er blant de største fondene i Norge; Skagenfondene. Skagenfondene har tre rene aksjefond; Skagen Vekst, Skagen Global og Skagen Kon-Tiki. Fondene har, etter Skagenfondene (2012), siden oppstart gitt en årlig avkastning på henholdsvis 15,05 %, 15,45 % og 18,52 %, mens deres respektive oppgitte referanseporteføljer har gitt en årlig avkastning på henholdsvis 9,03 %, 1,19 % og 9,57 %. Dette virker nesten for godt til å være sant, og blir gått nærmere inn på i Rutgersen (uten år). Rutgersen går her inn på de tre nevnte Skagenfondene, og nevner at både Skagen Vekst og Skagen Global bruker referanseindekser som ikke er helt representativt for hvor de har plassert kapitalen. Men selv om man justerer referanseindeksen slik at det stemmer bedre overens med plasseringene, har de levert bedre resultater enn referanseindeksen. Ikke så gode som oppgitt, men fremdeles gode. Videre sier han at både Skagen Kon-Tiki og Skagen Global har høyere risiko enn sine respektive referanseporteføljer, og dermed noe av meravkastningen kommer av den grunn. Men selv om risikoen er større enn i referanseporteføljene, har man fått betalt i form av god avkastning for den ekstra risikoen man tar på seg. I Skagen Vekst er det heller motsatt, at risikoen er lavere enn

referanseindeksen, noe som gjør at når markedet stiger, stiger fondet mindre enn markedet, mens når markedet faller, har fondet stort sett falt mindre enn markedet. Alle tre fondene har altså gitt gjennomsnittlig positiv meravkastning siden de startet opp, men mye av årsakene til det var de store meravkastningene ved oppstartsårene til fondene (1999/2000 og 2003/2004). I de senere årene har meravkastningen vært lav, men fremdeles positiv i mange perioder.

7.1.2 Risiko

Forventet avkastning i et aksjefond vil, i likhet med aksjer, være høyere enn både banksparing og obligasjonssparing, men svingningene kan være store, slik at man burde ha en investeringshorisont på minst 5 år ved sparing i aksjefond. I forhold til å plassere i enkeltaksjer kan man oppnå en diversifiseringsgevinst, slik at man kan forvente høyere eller samme avkastning til lavere risiko. Dette oppveies imidlertid av kostnadene ved aksjefond, som kan redusere den virkelige avkastningen til investorene. I Fama og French (2010) undersøker de om fond gir en meravkastning, og hvorvidt denne meravkastningen er nok til å dekke kostnadene i fondet eller ikke. De ser også på om meravkastningen i et fond skyldes forvalterens dyktighet, eller om det skyldes flaks. Fama og French konkluderer med at ytterst få fond produserer risikojustert avkastning etter kostnader som slår referanseporteføljen. For å vise at selv om et fond gjør det godt ett år, er det ikke nødvendigvis slik at det gjør det godt året etter, bruker jeg en tabell fra en forelesning i FIE426 – Kapitalforvaltning. Tabellen viser topp 10 aksjefond fra 2003 til 2006. Dersom et fond går igjen året etter, er fondet uthevet og med rød farge, mens hvis fondet har gått igjen på topp 10-listen for tredje året på rad, er det både uthevet, med understreking og blå farge.

Tabell 4

	2003	2004	2005	2006
1	Sundal Collier Aktiv	Sundal Collier Norge Verdi	DnB NOR SMB	Nordea SMB
2	Sundal Collier Norge	Odin Norge	Gambak	DnB NOR SMB
3	Globus Norge	Pareto Aksje Norge	Holberg Norge	WarrenWicklund Norge
4	DnB SMB	Firstnordic Norge Vekst	Nordea SMB	Storebrand Norge 1
5	Nordea SMB	Carnegie Aksje Norge	ABN Amro Kapital	Storebrand Optima Norge A
6	Odin Norge	DnB NOR20	ABN Amro Aktiv	Danske Fund Norge In
7	WarrenWicklund Alpha	Storebrand Verdi	<u>Delphi Norge</u>	Handelsbanken Norge
8	Holberg Norge	Avanse GNFK Norske Aksjer	Pareto Aksje Norge	<u>Pareto Aksje Norge</u>
9	Delphi Norge	Delphi Norge	ABN Amro Norge	Storebrand Norge
10	GAMBAK Norge	Sundal Collier Indeks	Fondsfinans Spar	Storebrand Verdi

Vi ser av figuren at av fondene i topp 10 i 2003, er det kun 2 av fondene som klarer en topp 10-plassering i 2004, og av disse to er det ett fond som også klarer topp 10 i 2005. Vi ser altså at det ikke er noen fond som klarer å holde seg markert i toppen mange år på rad, noe som kan tyde på at det er mye tilfeldigheter ute og går.

7.1.3 Likviditet

Kjøp og salg av de fleste aksjefond finner sted ofte, og pengene kan man se på konto innen et par dager. Likviditeten i aksjefond er dermed god.

7.2 Indeksfond

Et indeksfond er et verdipapirfond som har til formål å replikere utviklingen i en markedsindeks. Et indeksfond som har Oslo Børs hovedindeks som markedsindeks vil altså prøve å gi likest mulig avkastning som Oslo Børs hovedindeks. I teorien gjøres dette ved at selskapenes andeler av totalen i indeksfondet er likest mulig selskapenes andeler av den totale markedsindeksens. I praksis kan det være både dyrt og upraktisk å eie samtlige aksjer i indeksen, og forvalterne velger da ut de aksjene de mener har størst påvirkningskraft på indeksverdien. På den måten kan forvalterne av et indeksfond tilby tilnærmet samme avkastning som forskjellige markeder. Å holde andelene av hvert selskap i en portefølje så

like som mulig andelene i markedet er ingen komplisert og krevende oppgave. Derfor er forvaltningshonorarene meget lave sammenlignet med aksjefond. Forvaltningshonorarene ligger typisk mellom 0,2 % og 0,4 %. Noen av fondene har også tegningsgebyr og uttaksgebyr, mens for de fleste koster det ingenting å kjøpe eller selge andeler.

En variant av indeksfond er børshandlede fond, ETF⁵. I motsetning til vanlige indeksfond som omsettes via et forvaltningsselskap omsettes ETF direkte på børs. ETF har i likhet med enkeltaksjer en kurtasje ved kjøp

7.2.1 Avkastning

I et indeksfond kan man altså regne med å få tilnærmet samme avkastning som markedet, fratrukket forvaltningshonoraret, uansett om markedet går opp eller ned. Hvilken avkastning man kan forvente med en investering i indeksfond avhenger av hvilken indeks man bruker. Det finnes indeksfond for mange forskjellige typer indekser, blant annet den globale indeksen, indeksen for fremvoksende aksjemarkeder og den norske indeksen. For å oppnå høyest mulig avkastning av en investering i indeksfond er det viktig å undersøke hvilke forskjellige indeksfond som finnes, og kartlegge kostnadene. To indeksfond som prøver å replikere de samme markedsindeksene, skal normalt gi samme avkastning før kostnader er tatt hensyn til. Det vil dermed være lurt å velge fondet med lavest kostnader, slik at avkastningen etter fratrukk av kostnader blir størst mulig.

Det finnes, ifølge Norton (2008), også noen skjulte kostnader ved indeksfond. Dersom et indeksfond handler aksjer ofte, vil mye kostnader gå ut av fondet i form av meglerhonorarer, samt at kursene på aksjene kan påvirkes av handelen. Et tips fra Norton vil derfor være å ikke investere i indeksfond som handler ofte. Et annet fenomen Norton nevner er *front-running*. For indeksfond som handler aksjer sjelden, for eksempel en gang per år, kan det for en som kjenner aksjemarkedet og indeksparameterne være enkelt å finne ut hvilke aksjer som indeksfondet med stor sannsynlighet kommer til å kjøpe. I forkant av at indeksfondet kjøper aksjen kan man da selv kjøpe aksjen og påvirke kursen til aksjen, slik at indeksfondet må betale en høyere pris for aksjen.

⁵ Exchange traded funds

7.2.2 Risiko

Når man ved kjøp av enkeltaksjer påtar seg stor usystematisk risiko, vil man ved investering i indeksfond være like godt diversifisert som selve markedet, og den usystematiske risikoen blir veldig liten. Man vil vanskelig kunne oppnå en bedre diversifisering enn å investere i indeksfond. Dermed har man kun den systematiske risikoen å tenke på.

En ulempe ved at indeksfond hele tiden prøver å beholde samme eksponering som indeksen, er at man øker eksponering mot dyre aksjer. Indeksfond ser stort sett kun på markedsverdiene til enkeltaksjene. Dersom et selskap gjør det veldig bra over en lengre periode vil andelen indeksfondet har i dette selskapet stadig øke, siden markedsverdien av selskapet stadig øker. Et aksjefond vil i større grad vurdere om en aksje er overpriset, mens et indeksfond kun er ute etter å ha riktig eksponering i aksjen i forhold til totalen.

7.2.3 Likviditet

Likviditeten når man plasserer penger i indeksfond er god. Man kan når som helst utstede en salgordre, og hos for eksempel DNBs indeksfond som ikke handles på børs vil ordren utføres ved handelsdagens slutt hvis ordren foreligger før klokken 12, og ved neste handelsdags slutt dersom ordren foreligger etter klokken 12. Pengene er normalt på konto innen 1-2 virkedager. Ved handel i ETF er likviditeten enda bedre, da handelen, i likhet med aksjer, skjer øyeblikkelig hvis det er samsvar mellom kjøperkurs og selgerkurs, og pengene kommer direkte på konto. ETF gir oss dermed en handelsfleksibilitet i forhold til vanlige indeksfond, og man kan kjøpe og selge flere ganger i løpet av dagen.

7.3 Obligasjonsfond/pengemarkedsfond

I et obligasjonsfond blir mesteparten av kapitalen man investerer plassert i langsiktige rentepapirer, mens i et pengemarkedsfond blir kapitalen plassert i kortsiktige rentepapirer, altså rentepapirer med kortere løpetid enn 1 år.

Obligasjonsfond deles vanligvis inn i følgende grupper:

1. Obligasjonsfond 0-2: Fond som investerer i relativt korte rentepapirer
2. Obligasjonsfond 2-4: Fond som investerer i middels lange rentepapirer
3. Obligasjonsfond 4+: Fond som investerer i lange rentepapirer
4. Internasjonale obligasjonsfond: Fond som også investerer i utenlandske rentepapirer

Å ha penger i pengemarkedsfond er sett på som en veldig sikker plassering, fordi pengemarkedsfondene er underlagt strenge krav til plasseringer. Fondene har kun lov til å investere i papirer som vurderes til å ha god kvalitet av et analysebyrå. De aller sikreste pengemarkedsfondene investerer kun i de helt korte rentepapirene utstedt av det offentlige og store banker, mens andre pengemarkedsfond tar litt mer risiko ved å investere i rentepapirer utstedt av private foretak.

7.3.1 Avkastning

Avkastningen i obligasjonsfond kan forventes å være relativt lik den forventede avkastningen ved å investere i obligasjoner. Det finnes flere risikonivåer i obligasjonsfond, og forventet avkastning avhenger av risikoen i fondet. I likhet med aksjefond har obligasjonsfond en diversifiseringsfordel i at man investerer mindre andeler i mange forskjellige obligasjoner, slik at den usystematiske risikoen blir lavest mulig. Men også i obligasjonsfond må man betale forvaltningshonorar til forvalterne av fondet. Forvaltningshonoraret i et obligasjonsfond er dog en god del lavere enn i aksjefond. De fleste obligasjonsfond har et forvaltningshonorar mellom 0,2 % og 0,5 %, mens noen har forvaltningshonoraret over 1 %. De fleste obligasjonsfond opererer også med gratis tegning og innløsning, selv om det også finnes unntak her.

Avkastningen i pengemarkedsfond forventes å følge utviklingen i de korte rentene. Man kan over tid forvente å få litt høyere avkastning enn man får på en høyrentekonto i banken. Forvaltningshonoraret i pengemarkedsfond er enda lavere enn i obligasjonsfond, typisk mellom 0,10 % og 0,50 %.

7.3.2 Risiko

Risikoen i obligasjonsfond er relativt lik risikoen i enkeltobligasjoner nevnt tidligere. Man unngår den usystematiske risikoen man kan påta seg i enkeltobligasjoner, mens man kanskje må godta litt lavere avkastning på grunn av forvaltningskostnadene.

Pengemarkedsfondets risiko er veldig lav. Man oppnår kun en litt høyere rente enn på sparekonto i bank, og risikoen er så godt som lik banksparing. Man har selvfølgelig en renterisiko ved at rentene kan stige etter man har kjøpt papirene, og da vil verdien av papirene reduseres. Dette er imidlertid ikke noe stort problem i pengemarkedsfond da rentepapirene er av typen kortere enn 1 år.

7.3.3 Likviditet

Likviditeten i både obligasjonsfond og pengemarkedsfond er på linje med aksjefond, altså generelt god. Det er ofte handler i mange av obligasjons- og pengemarkedsfondene på markedet, og andeler kan gjøres om til kontanter i løpet av få dager.

8. Sparing i eiendom

Kjøp av egen bolig gjør eiendom til en av de viktigste investeringene som blir gjort i livet for mange. Det finnes imidlertid flere varianter av sparing i eiendom, og jeg vil i dette kapittelet gå nærmere inn på de forskjellige.

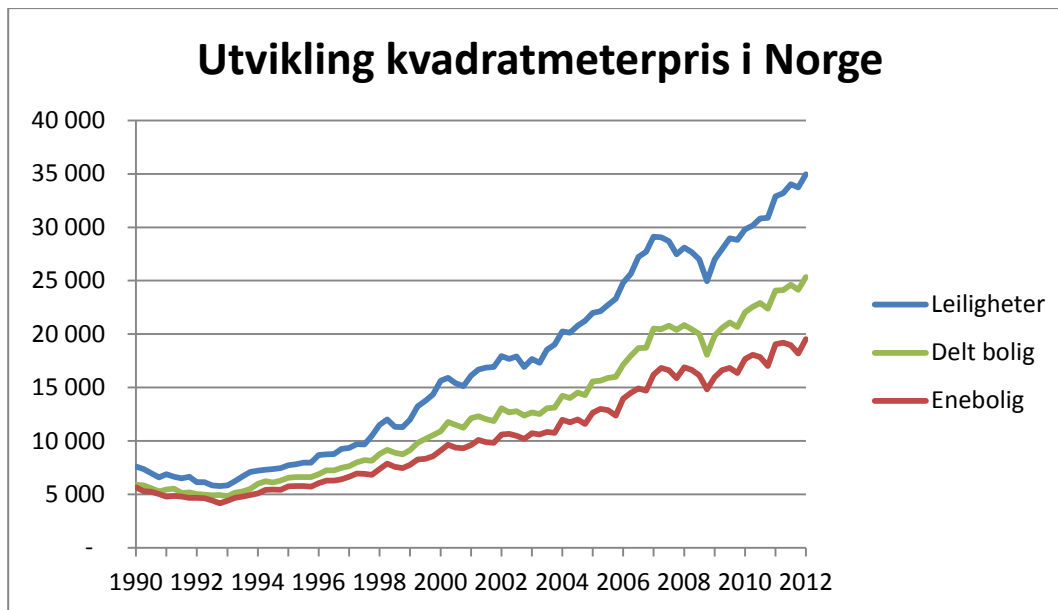
Vi ser stadig artikler i landets aviser som omhandler eiendomsmarkedet på en eller annen måte. Enten det er om eiendomsfond, boligpriser, eiendomsskatt eller boligboble. Eiendomsmarkedet er noe som de fleste burde ha en viss kunnskap om, da de aller fleste på et eller annet tidspunkt blir påvirket av bevegelser i dette markedet. Selv om man aldri eier en bolig selv, kan leieprisene man må betale bli påvirket av forhold og svingninger i eiendomsmarkedet. Dersom eiendomsprisene stiger, vil prisene etterhvert bli så høye at færre ser det gunstig å kjøpe bolig i stedet for å leie. Da vil etterspørselen etter å leie bolig øke, noe som kan presse opp prisene på å leie.

8.1 Kjøp av bolig

8.1.1 Avkastning

Et boligkjøp kan gi avkastning i form av direkte avkastning, som leieinntekter, eller indirekte avkastning i form av verdistigning. Den indirekte avkastningen på boligkjøp er komplisert å beregne før eiendommen faktisk blir solgt. Dette fordi hver enkelt eiendom er unik på mange faktorer som beliggenhet, utsikt, standard og solforhold. Det gjør det vanskelig å fastsette en korrekt markedspris på eiendom som ikke er omsatt nylig. Eiendomsmarkedet består av mange små eiendomsmarkeder, som gjør at eiendom aldri kan bli helt effektivt priset.

Boliginvestering har historisk gitt en veldig god avkastning og som figur 9 illustrerer, har kvadratmeterprisen steget drastisk for både leiligheter og eneboliger de siste 20 årene. Tallene tilsvarer en gjennomsnittlig geometrisk avkastning på 7,5 % for leiligheter og 6,1 % for eneboliger.



Figur 9 – Kvadratmeterpris på leiligheter, delt bolig og enebolig fra 1990-2012. Data fra Norges eiendomsmeglerforbund (2012).

I tillegg til verdistigning kan kjøp av bolig gi en positiv alternativkostnad ved at man bor billigere enn alternativet, som er å leie. Motargumentet til dette er at man kunne leid ut boligen til andre, og at alternativkostnaden derfor er null fordi det man sparer ved å bo billigere selv, taper man også indirekte ved å ikke leie ut huset. Jeg vil likevel argumentere for at det er en besparing ved å bo i eget hus fremfor å leie, fordi man uansett trenger et sted å bo, som også er hovedformålet ved å kjøpe en bolig.

Jeg vil senere i oppgaven gå nærmere inn på hvor gunstig det vil være å kjøpe bolig i stedet for å leie bolig, og i den forbindelse dra inn fordeler som fradrag for gjeldsrenter, fritak for gevinstskatt og formuesvirkning.

8.1.2 Risiko

Selv om den historiske avkastningen har vært god, er ikke det en garanti for at boligmarkedet kommer til å fortsette den stigende trenden i like stor grad. Finanskrisen som førte til en liten nedgang i 2007/2008, beviser at man må kunne sitte på eiendommen over slike perioder dersom man ikke skal tape på investeringen. Eiendomsmarkedet i blant annet USA tok et større fall under finanskrisen enn det norske, og de har ikke kommet opp igjen på nivået de var før krisen. Det er derfor et stort spørsmål om underliggende forhold i Norge kan forsvare de høye boligprisene, eller om vi kan forvente oss en korreksjon av prisene eller boligboble som sprekker som vil vesentlig påvirke risikoen. De fundamentale forholdene for boligpriser

vil bli diskutert i detalj senere under vurdering om sparing i egen bolig er en del av en optimal sparestrategi.

Risikoen ved kjøp av bolig avhenger av mange forhold. Dersom man har planer om å holde boligen til man dør, vil svingningene i markedsprisen på bolig påvirke deg i liten grad. Det vil likevel påvirke om bolig er en del av en optimal sparestrategi. Kjøp av bolig må være en langsiktig strategi for å sikre seg mot tap, slik at man unngår å kjøpe på et tidspunkt rett før markedet synker, og må selge igjen før markedet har steget tilbake til forrige nivå.

En annen risiko ved kjøp av bolig er at det er vanskelig å vurdere hvorvidt man betaler rett pris på eiendommen. Dersom det finnes skjulte feil eller mangler på boligen som ikke er vesentlig nok til at kjøper har rett til at mangelen rettes opp, kan man ha betalt mer enn den faktisk var verdt.

En av fordelene med investeringer i eiendom, er at det kan gi en god sikring mot inflasjonsrisiko da prisene på tomter, eiendommer og utleie gjerne stiger i takt med generell prisstigning. På den måten vil plasseringer gjort i eiendom ofte redusere eller fjerne risikoen for at pengene blir mindre verdt pga. inflasjon. Sentralbanken har mandat til å styre pengepolitikken mot et inflasjonsmål på 2,5 %, så faren for at inflasjonen skal stige mye utover dette er liten.

Renterisiko er et argument man ofte hører om i diverse media. Retningslinjene for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål (Finanstilsynet, 2011) forplikter bankene til å fraråde kundene å låne penger dersom inntekten tilsier at de ikke klarer å betjene lånet ved en renteøkning på 5 prosentpoeng.

Som boligeier står man også ovenfor en politisk risiko. Bolig er svært gunstig beskattet i Norge, men man risikerer at politikerne innfører tiltak som gjør det mindre gunstig å eie bolig. Blant annet har flere kommuner innført eiendomsskatt. I tillegg kan det komme endringer i bestemmelsene om ligningsverdi som gjør at formuesskatten øker, eller at de fjerner fradraget for gjeldsrenter. I tillegg til den politiske risikoen som påvirker hvor gunstig investeringen er har man også risiko for at tomten blir ekspropriert, dvs. at myndighetene overtar eiendommen mot erstatning. Denne erstatningen er ofte lavere enn hva man ville fått om man hadde solgt i markedet.

8.1.3 Likviditet

Jamfør Finanstilsynet (2011), må man stille med 15 % egenkapital for å kjøpe bolig. Noe som fort blir et vesentlig beløp da en bolig på 1,5 millioner krever en egenkapital på 225 000 kroner. Dette betyr at sparing i egen bolig er vanskeligere enn andre typer sparing, da det krever at man har oppsparte midler på forhånd.

Eiendom omsettes relativt sjelden og er dermed lite likvid. Selv om boligmarkedet er godt, påløper det vesentlige kostnader ved salg av bolig for både flytting og rene salgskostnader som meglerhonorar og annonseringskostnader. Kostnadene ved eiendomstransaksjoner er meget høye fordi det er både tid- og ressurskrevende å selge en bolig. Hver enkelt bolig er unik på mange faktorer som beliggenhet, utsikt, standard og solforhold. Dette gjør at meglerhonorarene blir høye, og gjør det lite gunstig å selge en bolig kun for å bedre likviditeten. Sparing i egen bolig er derfor en lite likvid sparemetode. Mange banker gir imidlertid mulighet til å benytte seg av en type låneordning, kalt rammelån. Det er i realiteten et boliglån, men man kan fritt låne og betale tilbake innenfor en avtalt ramme, med sikkerhet i boligen. På denne måten kan man bruke egenkapitalen i boligen til forbruk uten å måtte selge boligen.

8.2 Eiendomsfond

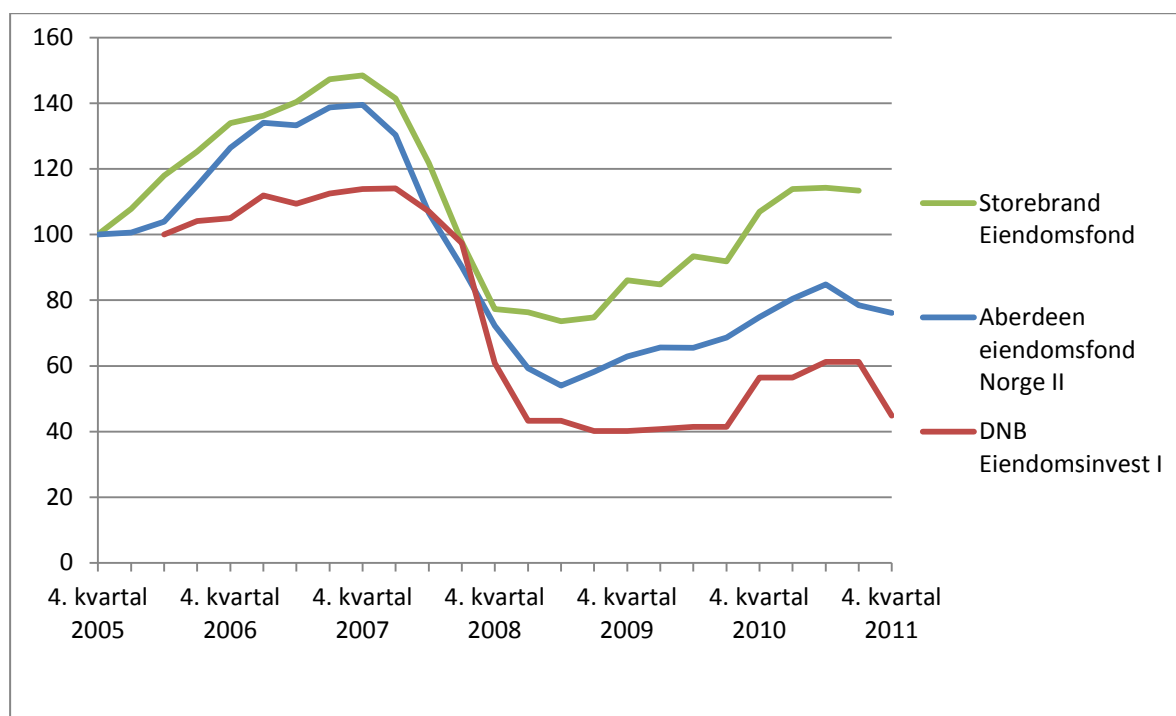
Å kjøpe andeler i et eiendomsfond er en alternativ måte å få eksponering mot eiendomsmarkedet på. De fleste eiendomsfond er unoterte, hvilket betyr at det ikke blir omsatt andeler i fondet regelmessig på børsen. Eiendomsfond fungerer slik at ved oppstart har de en bindingsperiode hvor det er åpent for investorer å kjøpe andeler i fondet. Kapitalen de får inn i bindingsperioden brukes til å kjøpe forskjellige eiendommer. Eiendommene genererer så leieinntekter som brukes til de løpende kostnadene i fondet, og til å gi eierne avkastning på sine andeler. Etter en på forhånd fastsatt tidsperiode utløper fondet, eiendommene selges, og eierne får utbetalt sine andeler

8.2.1 Avkastning

Avkastningen i eiendomsfond avhenger mye av dyktigheten til fondsforvalterne. De beste forvaltere er de som klarer å finne gode underprisede eiendommer, ha en høyest mulig utleieandel til en høyest mulig leiepris gjennom hele perioden, og som får solgt

eiendommene videre til en høy pris. En vesentlig negativ side ved eiendomsfond er at selve driften krever mye ressurser, noe som fører til betydelige kostnader. Eiendomsfondene bør altså gi en risikojustert avkastning før kostnader som er høyere enn for eksempel aksjefond for å kunne dekke forskjellen i kostnader.

For å synliggjøre at det kan være store forskjeller mellom forskjellige eiendomsfond har jeg tatt for meg avkastningstall i tre forskjellige norske eiendomsfond; Storebrand Eiendomsfond, Aberdeen eiendomsfond Norge II og DNB Eiendomsinvest I. Eiendomsfondet til DNB ble etablert i midten av 2006, mens de to andre i slutten av 2005. Alle innhentet kapital i starten av levetiden, og investerte dette i forskjellige typer eiendommer.



Figur 10

Jeg har korrigert kursen til fondene, slik at alle hadde kurs på 100 ved oppstart av fondet. Som vi ser av figuren ble alle fondene sterkt preget av finanskrisen, men per 4. kvartal 2011 er det vesentlig forskjell mellom verdien av de tre. I DNB Eiendomsinvest I er kursen på 44,9 (per 1. mars 2012), altså har egenkapitalen i fondet tapt seg med 55 %, mens i Storebrand Eiendomsfond er kursen 113,3 (per 30.09.2011), altså en økning av egenkapitalen på 13 %. Et sted midt i mellom ligger Aberdeen Eiendomsfond Norge II med kurs på 76,2 som tilsvarer en nedgang siden oppstart på 24 %. Forklaringene til den store

forskjellen i avkastning mellom fondene kan være mange, og en videre gjennomgang av det blir for omfattende for denne oppgaven.

8.2.2 Risiko

Et vesentlig risikoaspekt ved de fleste eiendomsfond, er at de har høy belåning. I norske eiendomsfond er det vanlig med 60-70 % gjeldsgrad. Denne høye belåningen øker risikoen i fondet ganske kraftig, da egenkapitalen som er skutt inn blir overeksponert mot svingninger i markedet. Kreditorer har alltid rett på å få tilbake pengene sine før aksjonærer, så dersom belåningen i et fond er på 70 %, og verdiene på eiendommene i fondet faller med 10 % vil alt dette tapet bli belastet egenkapitalen. Et enkelt eksempel på et regnestykke kan settes opp slik:

Tabell 5

Innskutt egenkapital	300 000	30 %
Lån	700 000	70 %
Totalverdi fond	1 000 000	100 %
Verdinedgang	100 000	10 %
Verdi fond	900 000	
Tilbakebetaling lån	700 000	
Verdi egenkapital	200 000	
Tap egenkapital	100 000	33 %

Jeg har her forutsatt at innskutt kapital er 300 000 kroner, og gjeldsgraden i fondet er 70 %, slik at for 300 000 kroner i egenkapital tas det opp 700 000 kroner i lån.

En nedgang i eiendomsverdiene på 10 % vil føre til en reduksjon av verdien av fondet på 100 000 kroner. Hele dette tapet er aksjonærene nødt til å dekke, siden kreditorene alltid har forrang. En 10

% nedgang i eiendomsverdiene vil dermed her føre til et tap av 1/3 av egenkapitalen som er skutt inn i fondet. På denne måten gjør belåningen risikoen i eiendomsfond relativt stor. I de tre eiendomsfondene jeg fant avkastningstall for i forrige avsnitt er gjeldsgraden som følger (per desember 2011):

Tabell 6

DNB eiendomsinvest I	78,0 %
Aberdeen eiendomsfond Norge II	70,2 %
Storebrand eiendomsfond	68,7 %

Dette kan forklare noe av forskjellene i avkastningen til de tre fondene. Storebrand som har den laveste gjeldsgraden har også den høyeste avkastningen, mens DNB

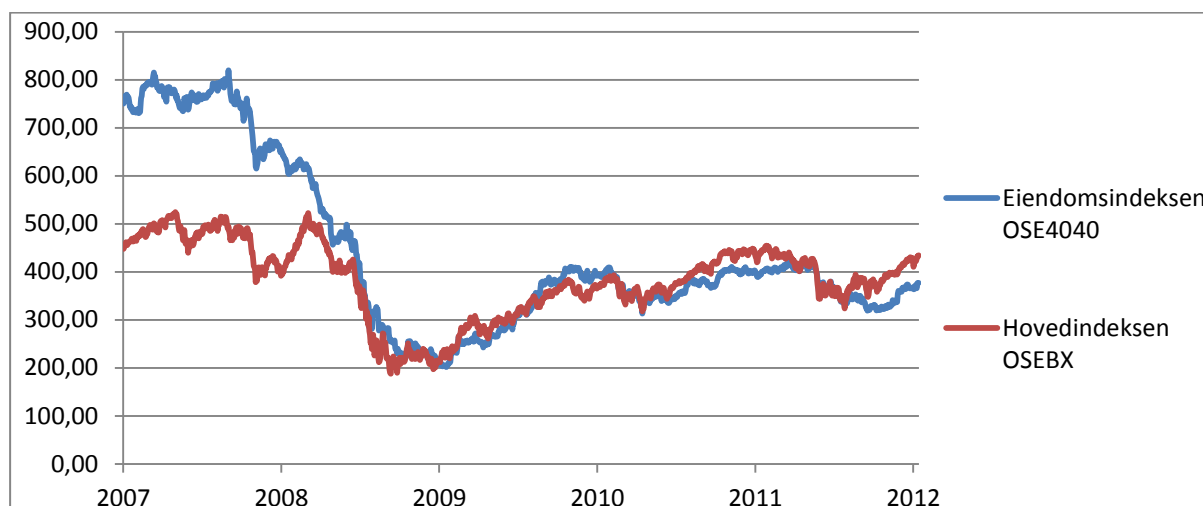
eiendomsinvest I, som har gjort det dårligst, har også den høyeste gjeldsgraden. Forskjellene i gjeldsgrad kan ha kommet til syne da markedene falt under finanskrisen.

8.2.3 Likviditet

Siden de fleste eiendomsfond er unoterte, er det vanskelig å få solgt sine andeler av eiendomsfondet. Hvis en investor med 1 % av kapitalen i et eiendomsfond ønsker å selge seg ut, er det ikke mulig for eiendomsfondet å selge 1 % av eierskapet sitt i alle eiendommene de eier. For å få solgt seg ut av eiendomsfondet, er investorene dermed nødt til å selge sine andeler videre til andre investorer. Problemet med dette er at det kan være vanskelig, om ikke umulig, å finne en kjøper til andelene. Man må gjerne kontakte en megler som vil forsøke å finne kjøpere til dine andeler. Dette tar megleren godt betalt for, og man må i tillegg regne med å selge til underkurs i forhold til den siste verdivurderingen, da det er vanskelig å finne virkelig verdi på fondet før eiendommene selges. Likviditeten i eiendomsfond må derfor sies å være dårlig.

8.3 Eiendomsaksjer

Dersom man ikke ønsker de ulempene et eiendomsfond fører med seg, men heller vil ha stor grad av likviditet samtidig som man vil være eksponert mot eiendomsmarkedet er det flere eiendomsselskaper omsatt på børsen. Disse selskapene investerer også i all hovedsak i eiendom, men aksjene er en del mer likvide da de kan handles daglig på Oslo Børs. Eiendomsaksjene på Oslo Børs danner en eiendomsindeks, OSE4040, og vi kan se utviklingen de fem siste årene til denne indeksen i forhold til hovedindeksen i figur 11.



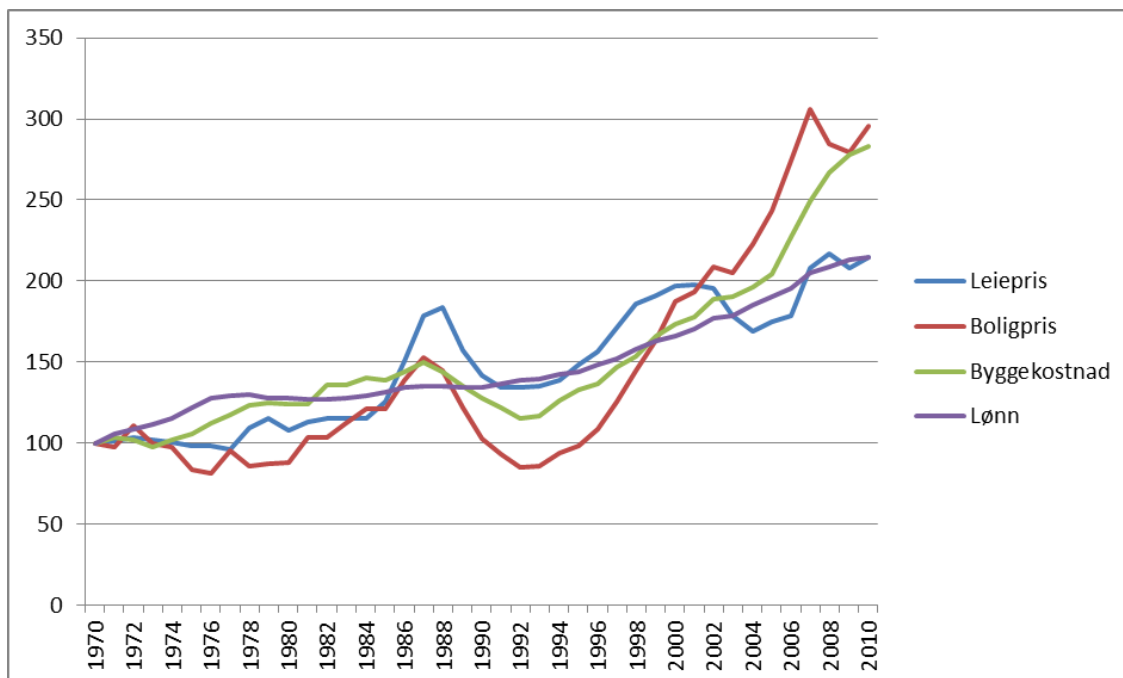
Figur 11

Begge indeksene startet på 100 i januar 1996, og som vi ser gjorde eiendomsindeksen det bedre enn hovedindeksen frem til finanskrisen, hvor eiendomsindeksen falt ned til samme nivå som hovedindeksen. Siden midten av 2008 har indeksene fulgt hverandre relativt tett.

9. Eiendom som sparestrategi

9.1 Avkastning gjennom økte boligpriser

Hvorvidt bolig er en god investering og vil gi avkastning i form av økte boligpriser, er en diskusjon om hvorvidt vi mener boligprisene i Norge er for høye i dag, og om vi dermed befinner oss i en boligboble. Under følger derfor en diskusjon om faktorene som påvirker boligprisene, og hvorvidt de tilsier videre vekst, utflating eller nedgang i prisene. Figur 12 viser utviklingen i boligpriser, leiepriser, byggekostnader og lønn fra 1970-2010 og vil bli kommentert ytterligere i de kommende avsnittene.



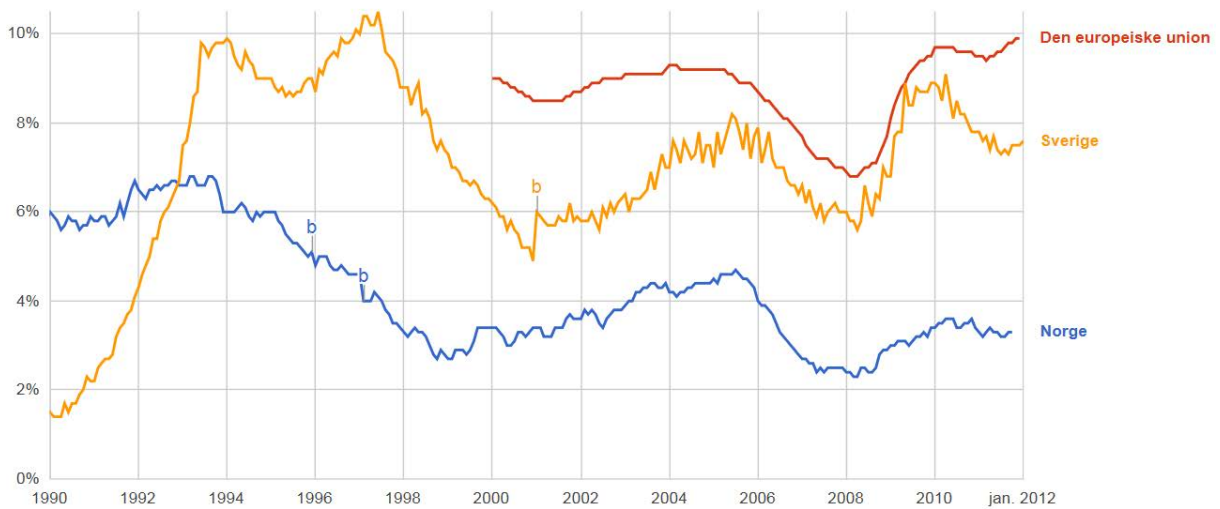
Figur 12 – Hentet fra Oust (2012).

Noen av de fundamentale forholdene som påvirker boligprisene er arbeidsledighet, lønnsutvikling, byggekostnader, skatt, leiepriser, befolkningsvekst og rentenivå. Disse vil bli diskutert hver for seg, før jeg konkluderer med hva jeg samlet mener de indikerer for boligprisene fremover.

9.1.1 Arbeidsledighet

Arbeidsledighet er en faktor som har indirekte innvirkning på boligprisene i landet. Arbeidsledigheten har med noen få unntak holdt seg under 4 % siden 1997, og selv under

finanskrisen da andre land opplevde en kraftig økning holdt arbeidsledigheten seg i Norge under 4 % (figur 13). Dette gjør risikoen for å miste jobben lav i Norge, da bedriftene selv i dårlige tider i liten grad tyr til oppsigelse for å redusere kostnadene, samt at lav arbeidsledighet gjør det også lettere å få seg ny jobb. Lav arbeidsledighet bidrar til at mange har råd til å kjøpe egen bolig på grunn av relativt sikker inntekt, noe som gjør at vi får høyere boligpriser. Dersom arbeidsledigheten skulle stige, vil vi med stor sannsynlighet se en reduksjon i boligprisene.



Figur 13 – Arbeidsledigheten i Norge, sammenlignet med Sverige og EU – Hentet fra Google (2012A).

9.1.2 Lønnsutvikling

Vi ser i figur 12 at lønnsveksten i Norge har vært jevnt, men svakt, stigende. Dette kommer som et resultat av det gode samarbeidet mellom arbeidsgiverforeningene og arbeidstakerforeningene. Arbeidstakerforeningene ønsker å holde arbeidsledigheten så lav som mulig, mens arbeidsgiverforeningene ønsker at lønnsveksten skal bli lavest mulig. Kompromisset gir moderat lønnsvekst og lav arbeidsledighet. Dette bidrar også til stabil inflasjon, da et høyere nasjonalt lønnskrav kunne ført til uønsket høy inflasjon, slik at reallønnsveksten⁶ ville blitt lavere enn ved moderat lønnskrav.

Når vi ser på utviklingen i lønnen i Norge i forhold til boligprisene, ser vi at boligprisene har økt vesentlig mer enn lønningene har gjort. Dette gjør at bolig blir stadig dyrere for

⁶ Økning i kjøpekraft.

gjennomsnittsnordmannen, og hvis utviklingen fortsetter vil man få gradvis mindre bolig for lønnsinntekten sin. Dette elementet alene tilsier at boligprisene er for høye, og tyder på en brems i den videre veksten i boligprisene, og kanskje til og med en nedgang.

9.1.3 Byggekostnader

Et alternativ til å kjøpe en bolig er å kjøpe en tomt og bygge boligen selv. Vi ser av figur 12 at boligprisene og byggekostnadene har fulgt hverandre relativt tett i hele perioden. Dette virker intuitivt fordi dersom forskjellen mellom å kjøpe og bygge hadde vært stor, ville flere og flere benyttet seg av det billigste alternativet, og prisene ville nærme seg hverandre ut ifra teori om tilbud og etterspørsel. Spørsmålet er om veksten i byggekostnadene kan forsvares ut ifra faktiske kostnader ved å bygge, eller om store deler av veksten skyldes økt fortjeneste i byggebransjen. Jeg vil ikke gå videre inn på det spørsmålet her, men hvis vi ser på boligprisene i forhold til byggekostnadene i figuren, kan prisene forklares i stor grad av kostnadene ved å bygge nytt.

9.1.4 Skatt

Skattebetraktninger er en vesentlig del når beslutningen om å kjøpe bolig skal tas. Norge har ikke fordelsskatt for å bo i egen bolig. Skattefordelene man kan få ved å eie sin egen bolig kan være det som gjør at så mange velger å kjøpe sin egen bolig. Etter skatteloven § 4-10 (1) skal ikke ligningsverdien av en bolig man selv bor i overstige 30 % av omsetningsverdien av boligen. Å eie en egen bolig vil dermed være en måte å redusere skattepliktig formue på, som er vesentlig dersom man er i formuesposisjon. Hvis man er i formuesposisjon, vil man ved et boligkjøp på 2 millioner med 25 % egenkapital og 30 % ligningsverdi kunne redusere formuesskatten med 9 900 kroner⁷.

I tillegg til å kunne redusere formuesskatten, har man mulighet til å få fradrag for gjeldsrenter man betaler på boliglånet. Har man dermed 100 000 kroner i rentekostnader på et boliglån, vil dette komme som fradrag i alminnelig inntekt. Skatt på alminnelig inntekt er 28 %, slik at man vil få 28 000 kroner mindre i skatt. En utregning av hvordan

⁷ Per 2012 er formuesskatten på 1,1% av formue over 750 000. Ligningsverdi blir maksimalt 600 000 og skattepliktig nettoformue blir 1,5 mill-0,6 mill = 0,9 mill.

skattefordelene har innvirkning på hvor fordelaktig det er å eie bolig i stedet for å leie bolig, er gjort senere i oppgaven.

Gevinst ved salg av egen bolig er, under noen betingelser, skattefritt i Norge. Dersom man selger boligen mer enn ett år etter at man kjøpte den, i tillegg til at man har bodd i boligen i minst ett år i løpet av de to siste årene før salg, er en gevinst ved boligsalg ikke skattepliktig. Et tap ved salg er tilsvarende ikke fradragsberettiget. At man er fritatt gevinstbeskatning ved salg, gir boliginvestering et konkurransefortrinn i forhold til andre aktivaklasser hvor beskatningen er 28 % av gevinster, og kan også utgjøre forskjellen hvis man vurderer å kjøpe i forhold til å leie bolig.

Mange eier boliger med mulighet til å leie ut deler av boligen. Man kan skattefritt leie ut deler av en enebolig, eller tomannsbolig så lenge den delen man selv bor i har høyere utleieverdi enn delen man leier ut, det vil si at man bruker minst halvparten av boligen selv, regnet av mulig utleiepris. Kjøp av en bolig med utleiemuligheter gir dermed en fleksibilitet ved at man kan leie ut deler av boligen til gunstige skattemessige regler.

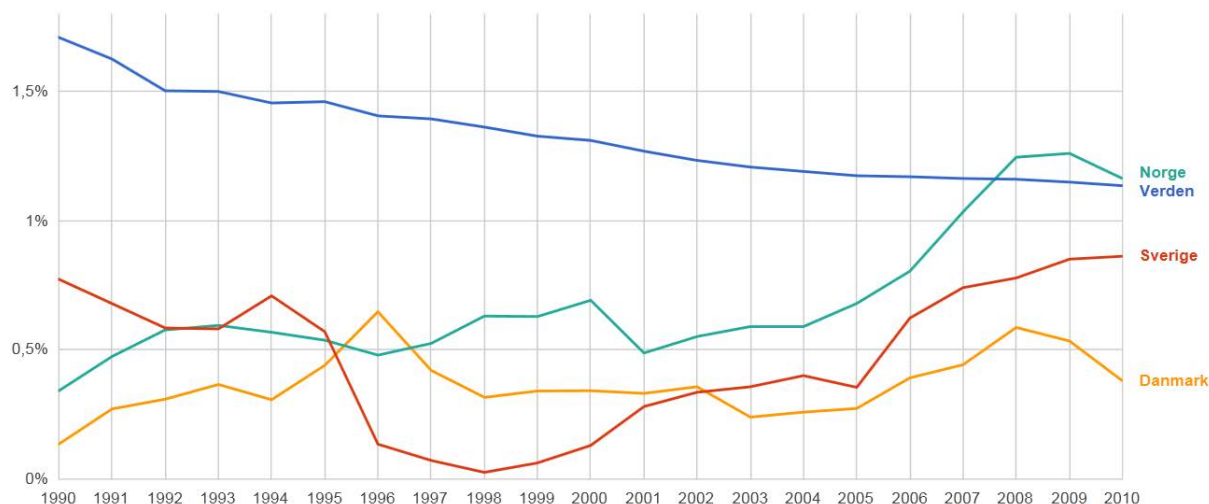
Eiendomsskatt er et annet skatteaspekt man må vurdere ved boligkjøp. Eiendomsskatt er en skatt som betales på grunnlag av verdianslaget til den faste eiendommen. Skatten går direkte til kommunen boligen befinner seg i, og det er opp til kommunene selv om de skal innføre eiendomsskatt, og hvor stor skatten skal være. Utformingen av eiendomsskatten må imidlertid være innenfor rammene fastsatt i eiendomsskatteloven. Kort sagt kan skatten være mellom 2 og 7 promille av taksten, og kommunestyret kan også fastsette et bunnfradrag i eiendomsskatten. Eiendomsskatten er med på å bremse utviklingen i boligprisene, da det blir relativt sett dyrere å eie egen bolig når man må betale eiendomsskatt.

9.1.5 Leiepris

Alternativet til å kjøpe en bolig for å bo i selv er å leie en bolig, og leieprisen er da alternativkostnaden til å betale rentekostnader på et lån. I figur 12 kan vi også se utviklingen til leieprisene i forhold til boligprisene fra 1970 til 2010. Sammenlignet med leieprisene er boligprisene på et veldig høyt nivå, spesielt de siste 10 årene. Leieprisene har nesten hele perioden vært på samme nivå som lønnsutviklingen, dog med en god del større svingninger.

9.1.6 Befolkningsvekst

Befolkningsveksten er en viktig faktor når man ser på økningen i boligprisene. Jo større befolkningsvekst vi har i landet, jo flere nye boliger er vi nødt til å fremskaffe for at ikke prisene på eksisterende boliger skal øke.



Figur 14 – Figuren viser befolkningsveksten i Norge, Sverige, Danmark og på verdensbasis fra 1990 til 2010. Hentet fra Google (2012B).

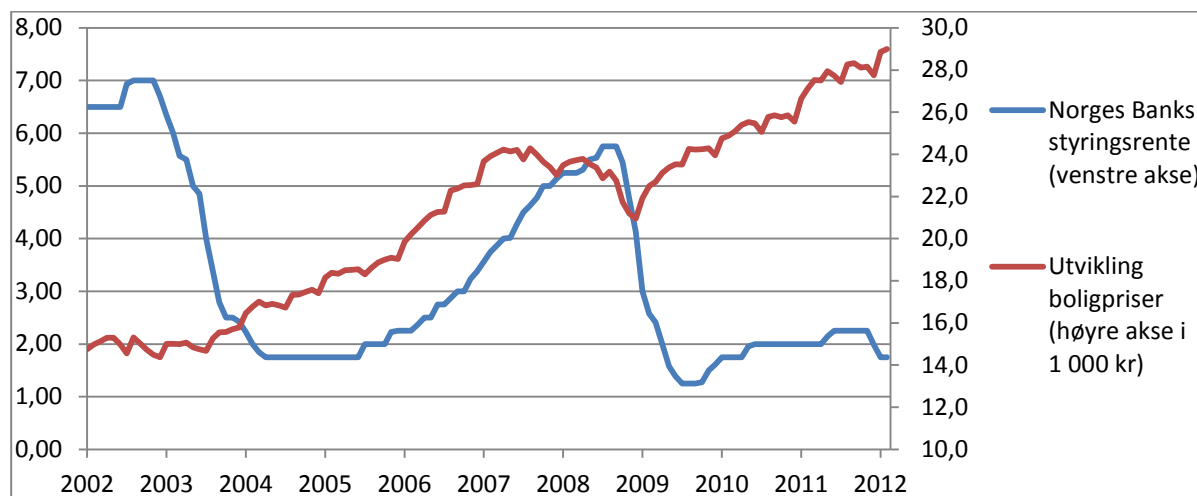
Norge hadde en befolkningsvekst i 2010 som var høyere enn våre naboland og verdensgjennomsnittet (Figur 14). Med lik befolkningsvekst vil folketallet i 2012 øke med 58 000⁸, mens gjennomsnittlig boligbygging fra 2008-2010 var i overkant av 20 000 boliger i året (Abcnyheter, 2011). Med 2,2 personer i gjennomsnitt i hver bolig, vil ikke nybyggingen kunne dekke opp befolkningsveksten. Hvis den samme utviklingen fortsetter år etter år, er dette en klar faktor som vil føre til økte boligpriser, da det blir stadig mer press på kjøp av gamle boliger.

9.1.7 Rentenivå

De aller fleste må låne penger i banken ved kjøp av bolig, og renten er kostnaden for lånet. Høye renter bør gi en lavere vekst i boligprisene enn lave renter. Dette fordi jo dyrere det er å låne penger, jo billigere blir alternativet, som altså er å leie, gitt at leieprisene ikke påvirkes av renten i samme grad som boligprisene. I figur 15 har jeg laget en graf som viser

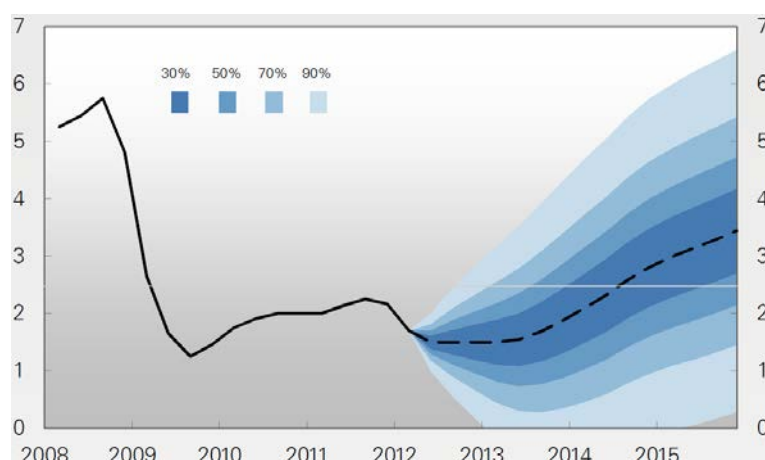
⁸ Befolkningen i Norge var 4 985 900 per 1.1.2012 og befolkningsveksten i 2011 var på 1.16%

kvartalsvise tall for Norges Banks styringsrente, samt utviklingen i boligpriser for de siste 10 årene.



Figur 14 – Data fra Norges eiendomsmeglerforbund (2012) og Norges Bank (2012A).

Vi kan se tydelige spor av at boligprisene i en viss grad avhenger av renten. I 2002 var renten veldig høy, og boligprisene lå stabilt uten noe særlig verken stigning eller nedgang, men i 2003/2004 sank renten betraktelig, hvorpå boligprisene begynte å stige. Etter noen år begynte renten å stige igjen, og steg jevnt og trutt frem til 2008. Boligprisene steg i lignende grad, men når styringsrenten kom over 4 %, flatet prisene ut og begynte å synke. Nedgangen snudde brått da renten ble satt kraftig ned mot slutten av 2008 og begynnelsen av 2009, og siden det har den vært på et veldig lavt nivå, samtidig som boligprisene har steget jevnt. Det er selvfølgelig andre forhold som har vært med på å bestemme utviklingen i boligprisene, men renten er tydelig en viktig del.



Figur 15 – Kilde: Norges Bank (2012B).

Figur 15 viser styringsrenten fra 2008 frem til i dag, samt Norges Banks forventninger til styringsrenten de neste 3-4 årene. Styringsrenten er altså forventet å ligge på dagens nivå, for så å gradvis stige fra dagens nivå opp mot 4 % frem mot 2016. Dette gjør at rentekostnadene på boliglån vil stige, og vi får sannsynligvis en oppbremsing av den videre veksten i boligprisene, og kanskje til og med en utflating eller nedgang.

9.1.8 Oppsummering

Mange av faktorene jeg har sett på, drar i forskjellig retning når det gjelder den videre utviklingen i boligpriser. Arbeidsledigheten i Norge har vært lav lenge, og siden den til og med holdt seg lav under finanskrisen (jamfør Figur 13), tror jeg ikke den kommer til å stige noe særlig i årene fremover heller. Dermed tror jeg arbeidsledigheten heller trekker i retning av økning i boligprisene enn reduksjon. Lønnsutviklingen vil jeg si er et moment for en reduksjon i boligprisene, da lønnsutviklingen ikke på langt nær har fulgt boligprisutviklingen de siste årene (Figur 12). Byggekostnadene virker som har fulgt boligprisene relativt tett de siste årene (Figur 12), men om økningen skyldes faktiske kostnader eller økt fortjeneste i byggebransjen er for meg uklart. Skatteperspektivet har, som nevnt i kapittel 9.1.4. flere sider, og trekker i begge retninger. Flere og flere kommuner innfører eiendomsskatt, noe som er med på å senke prisene, mens de gunstige forholdene som formuesreduksjon, skattefri utleie, fradrag for gjeldsrente og skattefri salgsgevinst er fortsatt sterke fordeler ved å eie bolig. Leieprisutviklingen har vært mye svakere enn boligprisutviklingen (Figur 12), noe som kan trekke i retning mot en nedgang i boligprisene. Befolkningsveksten er høy i Norge, og hvis ikke nybyggingen øker mer enn befolkningsveksten, vil dette indikere høyere boligpriser, som nevnt i kapittel 9.1.6. Dagens lave rentenivå fører til at det er billig å låne, og dermed en økning i boligprisene, men dette vil trolig bremse opp innen noen år da renten forventes å stige (Figur 15).

Ut ifra disse forholdene er det vanskelig å gi noe entydig svar på den videre utviklingen i boligprisene. Mitt anslag ut fra de forhold jeg har gjennomgått, er at prisene vil fortsette å stige i noen år, dog i et lavere tempo enn de siste 15 årene. Jeg tror at veksten vil avta ytterligere om noen år, mest pga. den økte renten. Dette synet understøttes i stor grad av Statistisk sentralbyrå (2012C).

9.2 Alternativkostnader

9.2.1 Gjeld

Mange ser på betjening boliglånet som en kostnad for å bo i egen bolig, og ignorerer at man sparer en del av lønnsinntekten ved å betale ned på boliglånet. Betalingen består både av renter og avdrag, der rentedelen er kostnaden for å ha lånt penger, mens avdragsdelen er tilbakebetaling av selve lånebeløpet. Såfremt boligen ikke synker i verdi, er avdragsdelen sparing fordi man får høyere egenkapital i boligen. Siden lånet må betales tilbake i faste rammer, fungerer kjøp av bolig som en tvungen sparing der avkastningen og risikoen er den samme som ved kjøp av bolig.

9.2.2 Eie vs. leie

Teoretisk sett skal markedet sørge for at det å leie bolig koster like mye som å eie bolig gjennom tilbud og etterspørsel. Likevel har vi de siste årene sett en høyere vekst i boligprisene enn i leieprisene (Figur 12), som kan skyldes at det å eie tillegges flere faktorer enn det å leie, som at det er en investering og automatisk sparing. Dette fører til økt etterspørsel på boliger, som gjør at boligprisene har steget mer enn leieprisene.

Vedlegg 1 viser beregninger gjort på lønnsomheten av å eie bolig i forhold til å leie bolig. Jeg har valgt å se på et kjøp av en bolig hvor 85 % av kjøpesummen er belånt, og resten egenkapitalfinansiert. For enkelhets skyld har jeg forutsatt avdragsfrihet i 10 år, og salg av bolig og tilbakebetaling av hele lånebeløpet om 10 år. Jeg har forutsatt at dette er kjøp av en borettslagsleilighet, og at kjøper dermed slipper dokumentavgift på 2,5 % av kjøpesummen.

Beste flytende boliglånsrente ligger per mars 2012 på 3,4 % (ifølge Finansportalen), men man må regne med at renten kommer til å stige fremover. For å finne en mer representativ rente for hele 10-årsperioden har jeg også funnet fastrentetilbud for 10 års binding. Denne renten tilbys i underkant av 5 %, og jeg har derfor valgt 5 % som rente på lånet.

Jeg har funnet kontantstrømmen ved å eie bolig, samt ved å leie en tilsvarende bolig. Jeg har så funnet differansekontantstrømmen, og neddiskontert den med et avkastningskrav på 10 % for å finne om eiealternativet er lønnsomt i forhold til leiealternativet. Ved gitte forutsetninger får jeg en nåverdi på 117 000 kroner, hvilket vil si at det er lønnsomt å eie i forhold til å leie den aktuelle boligen.

Min konklusjon ved utregningen er at man vil oppnå en internrente på 14,5 % på egenkapitalen man må investere for å kunne eie bolig i stedet for å leie bolig. I dette eksemplet er det dermed meget gunstig å kjøpe den aktuelle boligen i stedet for å leie en tilsvarende bolig. To forhold som gjør det ekstra gunstig å eie bolig i stedet for å leie, er den tidligere nevnte gunstige formueseffekten av å lånefinansiere bolig, samt at en gevinst av boligsalg er skattefritt så lenge man har bodd i boligen i ett av de siste to år.

9.3 Sparing i eiendom som en del av optimal spareportefølje

I kapittel 9.2.2 viste jeg et eksempel på hvor lønnsomt det kan være å eie bolig i stedet for å leie. Med mindre man skal bo i en bolig kun over en kort tidsperiode, vil det, ved stigende boligpriser, oftest være lønnsomt å eie bolig i stedet for å leie bolig. I kapittel 9.1 kom jeg frem til at boligprisene vil fortsette å stige i noen år til, dog i en lavere hastighet enn de siste 15 årene. Jeg ser det likevel, per dags dato, som gunstig å kjøpe bolig, spesielt pga. den gunstige beskatningen. Dersom man har nok egenkapital til å få boliglån i banken, bør man derfor kjøpe bolig, og på den måten inkludere bolig i spareporteføljen sin.

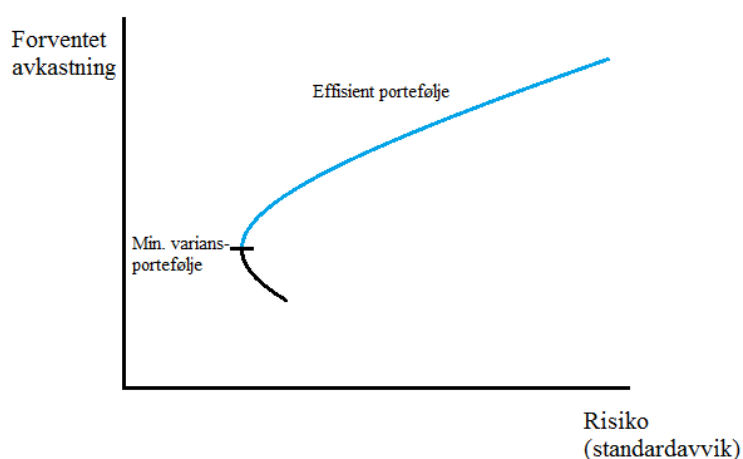
10. Porteføljesammensetning

Jeg har til nå kartlagt hvilke sparealternativer som finnes, og argumentert for fordeler og ulemper, gitt den enkeltes preferanser for likviditet, risiko og ønsket avkastning. Jeg har også argumentert for at preferansene ofte gjør at en kombinasjon av de ulike alternativene, portefølje, kan være optimalt.

10.1 Moderne porteføljeteori

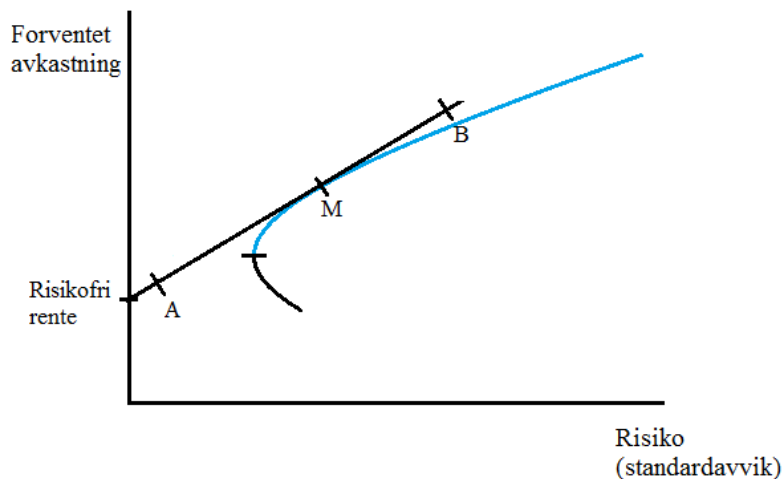
Moderne porteføljeteori sier at en optimal portefølje gir høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko (Markowitz, 1952). Porteføljeteori fokuserer på avkastning på aksjer, og diversifisering for å redusere risikoen. Risikoen i en portefølje avhenger av aksjenes samvariasjon, det vil si hvorvidt aksjeverdien beveger seg i takt. Med mindre to aksjer er perfekt positivt korrelerte, så vil man kunne redusere risiko ved å investere i begge.

Gitt samvariasjonen kan vi sette sammen avkastningsklasser som gir høyest mulig avkastning til gitt risiko, eller lavest mulig risiko til gitt avkastning. Dette kalles effisiente porteføljer. Figur 17 viser optimale sammensetninger av ulike aktivaklasser. Den blå delen illustrerer porteføljene som er effisiente, mens den svarte linjen representerer ikke-effisiente porteføljer, der man enten kan redusere risikoen for samme avkastning, eller øke avkastningen gitt risikoen.



Figur 17

Porteføljeteorien vil sammen med mulighet for risikofri plassering gi illustrasjonen i figur 18. Her er det trukket en linje fra risikofri rente som tangerer den effisiente fronten.



Figur 18

Tangeringspunktet M blir kalt markedsporteføljen, og er i følge teorien sammensetningen av aktivaklasser som alle veldiversifiserte investorer bør holde, og kun variere andelen holdt i markedsporteføljen og risikofri investering, avhengig av risikopreferanse. Dersom man ønsker lav risiko, plasserer man mye i risikofri rente og lite i markedsporteføljen, som for eksempel portefølje A, mens hvis man ønsker en veldig høy avkastning, kan man lånefinansiere investering i markedsporteføljen, og ende opp med portefølje B.

10.2 Ny porteføljeteori

Moderne porteføljeteori er den mest veletablerte teorien rundt porteføljesammensetning. Men jamfør Cochrane (1999), er det flere faktorer som spiller inn ved valg av portefølje. Investorene bryr seg om å få en høyest mulig avkastning til en lavest mulig risiko, men de ønsker i tillegg at porteføljen ikke gjør det svakt i tilfelle det skulle komme en resesjon. For å få til dette kombineres tre fond, og ikke to fond som moderne porteføljeteori tilsier. Dette er risikofri investering, markedsporteføljen, samt en effisient portefølje som isolerer den ekstra dimensjonen av risiko. Investorene er villig til å akseptere en portefølje med litt lavere forventet avkastning eller litt høyere risiko, mot at porteføljen er sikret mot en stor nedgang ved en resesjon. Jeg har valgt å ikke bruke denne strategien for mitt forslag til porteføljesammensetning.

10.3 Porteføljesammensetning i praksis

Å konstruere den optimale porteføljen, M , er vanskelig, om ikke umulig. Det vil alltid være usikkerhet med tanke på avkastning, risiko og samvariasjon mellom aktivaklasser, og den optimale porteføljen vil også endre seg når ting skjer i markedet. Det man imidlertid kan gjøre er å sette sammen porteføljer som gjør at man havner lengst mulig nordvest i diagrammet, altså maksimerer sharpe-raten⁹. Jo høyere risikojustert avkastning man kan forvente, jo bedre.

Den moderne porteføljeteorien tilsier at når vi setter sammen en portefølje, bør den bestå av en markedsportefølje i tillegg til risikofri avkastning. Den nevner imidlertid ingenting om hvordan man i praksis finner denne markedsporteføljen, og hvilke aktiva som skal være en del av den. Det kan dermed være enkelt og greit å forstå teorien bak porteføljeforvaltning, men når man kommer til den faktiske forvaltningen er det ikke like enkelt og greit. I Mjølhus (2007) forsøker forfatteren å finne en tilnærmet markedsportefølje ved å inkludere 12 forskjellige aktivaklasser i en portefølje. Ved å bruke forventet avkastning og risiko, samt samvariasjon i de forskjellige aktivaklassene, i tillegg til å legge inn restriksjon på minimum og maksimum tillatt andel av hver aktivaklasse, har forfatteren kommet frem til markedsporteføljen, gjengitt i tabell 7. Maksimums- og minimumsrestriksjonene er lagt inn for å unngå uforholdsmessig høye eller lave andeler av enkelte aktivaklasser. Som et eksempel er investering til bankrente tillatt en minimum vektning på – 5 %, altså lån i bank for å plassere andre steder. Dette for å forhindre en for stor opplåning av midler for å plassere i risikable aktiva.

⁹ Sharpe-raten måler den risikojusterte avkastningen til en portefølje ved formelen: $SR = \frac{(\bar{r}_p - r_f)}{\sigma_p}$, hvor \bar{r}_p er avkastningen til porteføljen, r_f er risikofri rente og σ_p er standardavviket til porteføljen.

Tabell 7

Aksjer i Norge	12,00 %
Aksjer i utlandet	15,07 %
Aksjer i emerging markets	13,00 %
Private equity	20,00 %
Absolutt avkastning	5,53 %
High yield	5,00 %
Råvarer	9,00 %
Eiendom	10,00 %
Norske obligasjoner	2,00 %
Utenlandske obligasjoner	1,40 %
Inflasjonsjusterte obligasjoner	12,00 %
Penger investert til bankrente	-5,00 %
Sum	100,00 %

Denne markedsporteføljen er, ifølge forfatteren, porteføljen som ligger lengst nordvest i diagrammet i figur 18, og gir en forventet realavkastning på 6,75 %, og en risiko, målt ved standardavvik, på 9,45 %.

Selv om avkastningen og risikoen tilsier at dette er en god porteføljesammensetning, er den vanskelig å anbefale for en husholdning som har lite eller ingen kjennskap til flere av aktivaklassene. Dette på grunn av at det er tidkrevende for en husholdning å sette seg inn i alle de forskjellige aktivaklassene. I tillegg gjør krav til minimumsinnskudd i enkelte aktivaklasser det vanskelig å få gjort en fullstendig plassering med midlene en husholdning har disponibelt. Kostnadene ved plasseringene kan også bli stor i forhold til totalen, siden noen aktivaklasser opererer med minimumskostnader ved plassering. Jeg har, i neste kapittel, derfor sammenlignet aktivaklassene jeg har gått nærmere inn på i oppgaven, for så å konstruere en forenklet markedsportefølje som er enkel å bruke.

11. Valg av aktivaklasser

11.1 Sammenligning av aktivaklassene

I sammenligningen forutsetter jeg at rentenivået skal begynne å normaliseres og økes med 2-3 prosentpoeng i løpet av noen år. Avkastningstallene jeg bruker gjenspeiler dermed en tilnærmet normalsituasjon, som er høyere enn dagens tall.

Per 15. mars 2012 er styringsrenten på 1,5 %, og jamfør Norges Bank (2012B), er planen at denne skal økes med rundt 2 prosentpoeng i løpet av en fireårsperiode. Tidligere erfaring viser at renten på brukskontoene vil ligge relativt stabilt på det lave nivået de ligger på i dag, mens renten på sparekonto, fastrenteinnskudd og BSU vil i større grad endres i samsvar med endringer i styringsrenten. Forutsatt dagens gjennomsnittlige renter og justeringer for renteøkning, vil jeg derfor bruke følgende nivåer: brukskonto 1 %, sparekonto 4,5 %, fastrenteinnskudd 5 % og BSU 6 %. Da opprettholdes forholdet mellom kontoene, altså at BSU har høyest rente dels pga. den lave likviditeten og dels for å gi unge insentiver til å spare, og at fastrenteinnskudd har høyere rente enn en vanlig sparekonto fordi forventninger til en stigende rente i fremtiden samt dårligere likviditet gjør at man krever en høyere rente for å binde pengene sine enn å ha de tilgjengelig på sparekonto.

De sikre obligasjonene, som i all hovedsak består av statsobligasjoner, vil gi litt høyere forventet avkastning enn risikofri rente, og jeg har dermed satt den i overkant av renten man får på sparekonto i banken, altså 4,7 %. Høyrenteobligasjoner medfører større risiko ved at obligasjonene er utstedt av andre aktører enn staten som har en vesentlig større risiko for å ikke klare å betale tilbake enn det staten har. Dermed har jeg satt den forventede avkastningen til 7 %. Obligasjonsfond investerer i flere forskjellige obligasjoner, og man kan dermed forvente seg en avkastning som ligger mellom de sikre obligasjonene og høyrenteobligasjonene til en vesentlig lavere risiko, da man fjerner risikoen for å miste alt fordi en obligasjonsutsteder ikke klarer å gjøre opp for seg. Forventet avkastning her har jeg satt til 6 %, men kan variere etter hvor mye sikre/usikre obligasjoner det blir plassert i. Pengemarkedsfond vil, i likhet med sikre obligasjoner, gi en forventet avkastning som er litt høyere enn risikofri rente. Jeg har derfor også satt denne til 4,7 %.

For enkeltaksjer har jeg som forventet avkastning brukt gjennomsnittlig avkastning funnet tidligere i oppgaven, på 9 %. Aksjefond medfører en stor risikoreduksjon, men noe av

avkastningen blir borte i kostnader. Forventet avkastning er derfor satt til 8 %. Indeksfond sparer mye forvaltningskostnader ved at fondet kun skal replikere en referanseportefølje, og jeg har derfor satt den forventede avkastningen til 9 %.

Livrente med rentegaranti garanterer en rente på 2-3 % årlig. Mye av kapitalen blir dermed plassert i sikre aktivaklasser for å dekke rentegarantien. Den forventede årlige avkastningen på dette produktet setter jeg dermed til 5,5 %. I livrente med investeringsvalg og IPS står sparerer fritt til å bestemme aktivaklasser, og jeg har forutsatt en blanding av ca. 60 % aksjefond og ca. 40 % obligasjonsfond, og kommer da frem til en forventet avkastning på 7 %.

Forventet avkastning ved kjøp av bolig er vanskelig å estimere da det er mange faktorer som spiller inn. Kjøp av bolig gir avkastning både i form av verdistigning på boligen, og i form av at man kan ha lavere boutgifter enn ved leie, avhengig av blant annet rente, leiemarked og boligprisutvikling. Boligprisutviklingen fant jeg tidligere i oppgaven at historisk har gitt en avkastning på 6-7 %, og med positiv alternativkostnad i forhold til leiemarkedet, har jeg satt avkastningen til 8 %. Eiendomsfondene oppgir at de forventer en årlig avkastning på 12 % og over. Dette mener jeg virker veldig høyt fordi jeg tror veksten i eiendomsmarkedet vil bremse opp, i tillegg til at ingen av eiendomsfondene har levert på langt nær 12 % avkastning siden oppstart. Mye av årsaken til det er pga. finanskrisen. Jeg velger å sette en forventet avkastning i eiendomsfondene til 10 %. Eiendomsaksjer så vi i figur 11 at har svingt relativt likt med aksjemarkedet de siste årene, og forventet avkastning setter jeg derfor til 9 %.

Jeg har i tabell 8 i tillegg til å vise forventet avkastning satt en karakter mellom 1 og 6, der 6 er best, på alle aktivaklassene i kategoriene avkastning, risiko og likviditet.

Tabell 8

Aktivaklasser	Forventet avkastning før skatt	Avkastning	Risiko	Likviditet
Banksparing				
Brukskonto	1,00 %	1	6	6
Sparekonto	4,50 %	3	6	6
Fastrenteinnskudd	5,00 %	3	6	3
BSU	6,00 %	* 5	6	1
Obligasjoner				
Sikre obligasjoner	4,70 %	3	6	6
Høyrenteobligasjoner	7,00 %	5	4	5
Obligasjonsfond	6,00 %	4	5	5
Pengemarkedsfond	4,70 %	3	6	6
Aksjer				
Enkeltaksjer	9,00 %	6	2	6
Aksjefond	8,00 %	5	4	5
Indeksfond	9,00 %	6	4	5
Pensjonssparing				
Livrente med rentegaranti	5,50 %	4	6	2
Livrente med investeringsvalg	7,00 %	5	5	2
IPS	7,00 %	** 5	5	1
Eiendom				
Kjøp av bolig/nedbetaling av gjeld	8,00 %	5	4	1
Eiendomsfond	10,00 %	6	1	2
Eiendomsaksjer	9,00 %	6	2	6

* I tillegg kommer 20 % direkteavkastning i form av fradrag i skatt.

** I tillegg kommer fradraget i skatt på maks 4 200 kroner som oppveies av høyere skatt ved utbetaling.

Ut ifra tabell 8 kan man velge de aktivaklassene som passer best ut ifra hvordan man selv vektlegger hvor god avkastning man ønsker, risikovilje og likviditetspreferanser. Eksempel på sammensetning av portefølje kommer senere i oppgaven.

11.2 Verdien av utsatt skatt og skjermingsfradrag

I valget av aktivaklasse er det to aspekter som er viktige å få med i vurderingen, og det er verdien av å øke avkastningen ved at man kan utsette skattebetalingen, samt verdien av å få skjermingsfradrag. I alle former for banksparing får man utbetalt renter årlig, og man betaler dermed skatt av dette hvert år. I resten av aktivaklassene jeg har sett på, utløses ikke gevinstskatten før man selv velger å selge seg ut.

For enkeltaksjer, aksjefond og kombinasjonsfond har investor rett på skjermingsfradrag. For avkastning oppnådd i disse aktivaklassene kan man trekke fra et skjermingsfradrag, som er

produktet av skjermingsrenten, fastsatt av Finansdepartementet, og skjermingsgrunnlaget, som er kjøpspris for aksjene med tillegg for ubenyttet skjermingsfradrag for tidligere år. Skjermingsrenten tilsvarer renten man kunne oppnådd på bankinnskudd. Kun realisert avkastning som overstiger skjermingsfradraget er skattepliktig.

Verdien av både den utsatte skatten og skjermingsfradraget blir større jo lenger investeringshorisonten er, pga. effekten av rentes rente. Se tabell 9 for en synliggjøring av effekten utsatt skatt og skjermingsfradrag har på den totale avkastningen av plassering på kort og lang sikt. Som eksempler har jeg valgt banksparing, obligasjoner og aksjer, da banksparing verken gir rett til fordelene av utsatt skatt eller skjermingsfradrag, obligasjoner kun gir rett til utsatt skatt, mens aksjer gir rett til begge deler. For å isolere effekten av fordelene har jeg forutsatt en lik avkastning for alle aktivaklassene på 6 %, og et innskudd i begynnelsen av året på 100 000 kroner. Jeg har beregnet effektene ved plassering først i to år, så i ti år, og skattesats på kapitalinntekter er 28 %, mens skjermingsfradraget har jeg satt til 1,5 %.

Tabell 9a

Plassering i 2 år			
År	1	2	Geometrisk avkastning etter skatt
Bank			
Verdi 1.1	100 000	104 320	
Skattepliktig avkastning	6 000	6 259	
Skatt	1 680	1 753	
Verdi 31.12	104 320	108 827	4,32 %
Obligasjon			
Verdi 1.1	100 000	106 000	
Avkastning	6 000	6 360	
Skattepliktig avkastning		12 360	
Skatt		3 461	
Verdi 31.12	106 000	108 899	4,35 %
Aksjer			
Inngangsverdi	100 000	101 500	
Verdi 1.1	100 000	106 000	
Avkastning	6 000	6 360	
Skattepliktig avkastning		10 860	
Skatt		3 041	
Verdi 31.12	106 000	109 319	4,56 %

Vi ser av tabell 9a at effekten av utsatt skatt gjør at avkastningen etter skatt øker fra 4,32 % til 4,35 %, eller med drøyt 70 kroner. Effekten er altså veldig liten. Hvis vi i tillegg tar med effekten av skjermingsfradrag, øker avkastningen etter skatt til 4,56 %, tilsvarende nesten 500 kroner. Heller ikke denne effekten er veldig stor på en toårsperiode.

Hvis vi så ser på effekten på en tiårsperiode får vi følgende tall:

Tabell 9b

Plassering i 10 år											Geometrisk avkastning etter skatt
År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bank											
Verdi 1.1	100 000	104 320	108 827	113 528	118 432	123 549	128 886	134 454	140 262	146 322	
Skattepliktig avkastning	6 000	6 259	6 530	6 812	7 106	7 413	7 733	8 067	8 416	8 779	
Skatt	1 680	1 753	1 828	1 907	1 990	2 076	2 165	2 259	2 356	2 458	
Verdi 31.12	104 320	108 827	113 528	118 432	123 549	128 886	134 454	140 262	146 322	152 643	4,3 %
Obligasjon											
Verdi 1.1	100 000	106 000	112 360	119 102	126 248	133 823	141 852	150 363	159 385	168 948	
Avkastning	6 000	6 360	6 742	7 146	7 575	8 029	8 511	9 022	9 563	10 137	
Skattepliktig avkastning										79 085	
Skatt										22 144	
Verdi 31.12	106 000	112 360	119 102	126 248	133 823	141 852	150 363	159 385	168 948	156 941	4,6 %
Aksjer											
Inngangsverdi	100 000	101 500	103 023	104 568	106 136	107 728	109 344	110 984	112 649	114 339	
Verdi 1.1	100 000	106 000	112 360	119 102	126 248	133 823	141 852	150 363	159 385	168 948	
Avkastning	6 000	6 360	6 742	7 146	7 575	8 029	8 511	9 022	9 563	10 137	
Skattepliktig avkastning										64 746	
Skatt										18 129	
Verdi 31.12	106 000	112 360	119 102	126 248	133 823	141 852	150 363	159 385	168 948	160 956	4,9 %

Vi ser at effekten av utsatt skatt har økt den årlige avkastningen etter skatt med 0,3 prosentpoeng, mens skjermingsfradraget har økt avkastningen med ytterligere 0,3 prosentpoeng. For tre aktivaklasser som i utgangspunktet gir den samme årlige avkastningen før skatt på 6 %, gir altså aksjealternativet en meravkastning på 0,6 prosentpoeng etter skatt i forhold til å ha pengene i banken. Jo lenger tidsperiode man planlegger å ha pengene stående, jo større blir også effekten.

Siden aksjemarkedet generelt har en stigende trend vil investeringshorisonten ha innvirkning på om man bør plassere penger i aksjemarkedet eller ikke. Dersom man kun har planer om å plassere penger i 1 år kan man være veldig uheldig og treffe et år hvor aksjemarkedet går dårlig, som for eksempel i 2008. Har man derimot et lengre tidsperspektiv på investeringen, vil gjennomsnittsavkastningen nærme seg den historisk gjennomsnittlige avkastningen. Det er med andre ord mye større sannsynlighet for å tape penger i aksjemarkedet dersom man har

pengen plassert i ett år enn man har hvis man plasserer i ti år. Man bør derfor ved plassering i aksjemarkedet ha mulighet til å la pengene stå i mer enn ett år.

11.3 Konstruksjon av portefølje

I det følgende vil jeg lage en forenklet markedsportefølje som er enkel for en vanlig husholdning å bruke. Jeg vil så bruke denne markedsporteføljen til å lage tre spareporteføljer for tre personer med ulike preferanser.

Etter den moderne porteføljeteori, bør andelene av markedsporteføljen som skal plasseres i aksjemarkedet plasseres i passive aksjefond som konsentrerer seg om å minimere gebyrer og transaksjonskostnader. Dette synes jeg stemmer best overens med indeksfond av aktivaklassene jeg har vært inne på, fordi indeksfond prøver kun å replikere selskapenes andeler av totalen, og bruker derfor ingen ressurser på å prøve å slå markedet. Jeg vil derfor bruke indeksfond til aksjeeksponering i min konstruerte markedsportefølje. Som markedsporteføljen til Mjølhus (2007) viser, bør man ved plassering i aksjer ha en vesentlig eksponering mot verdensmarkedet, i tillegg til eksponering mot norske aksjer. Jeg har derfor inkludert to typer indeksfond; ett globalt og ett norsk. Hvor store andeler man bør ha i hver av indeksfondene kan bestemmes ut fra flere forskjellige forhold, som for eksempel hvilke andeler som maksimerer sharpe-raten eller hvor stor del hhv. globale og norske aksjer utgjør av verdens totale aksjer. Ved bruk av sistnevnte vil andelen i norske aksjer bli meget liten, da norske aksjer utgjør en veldig liten del av verdens aksjer.

Ved bruk av årlige avkastningsdata for totalindeksen på Oslo Børs, som brukes som referanseportefølje av norske indeksfond, og MSCI world index som brukes som referanseportefølje av globale indeksfond, har jeg kommet frem til følgende nøkkeltall:

Tabell 10 – Data hentet fra MSCI (2012) og Oslo Børs (2012C).

1983 - 2011

Gjennomsnittlig avkastning MSCI world index	9,03 %
Gjennomsnittlig avkastning totalindeks Oslo Børs	17,19 %
Standardavvik MSCI world index	18,34 %
Standardavvik totalindeks Oslo Børs	32,75 %
Korrelasjonskoeffisient	0,63

Vi ser av tallene at Oslo Børs har i perioden 1983 – 2011 gitt en høyere gjennomsnittlig årlig avkastning enn den globale indeksen. Til gjengjeld er risikoen, målt ved standardavvik, mye

høyere på Oslo Børs. Siden korrelasjonskoeffisienten viser at det ikke er perfekt samvariasjon, kan vi redusere risikoen ved å inkludere begge indeksene i porteføljen.

Sharpe-raten finnes ved formelen: $SR = \frac{(\bar{r}_p - r_f)}{\sigma_p}$, hvor \bar{r}_p er avkastningen til porteføljen, r_f er risikofri rente og σ_p er standardavviket til porteføljen. Kombinasjonen som gir høyest sharpe-rate vil gi porteføljen som ligger lengst nord-vest i figur 18, og dermed gir høyest risikøjustert avkastning.

Tabell 11 – Utregning av sharpe-rate for ulike andeler. Risikofri rente er satt til 3 %.

Andel Global	Andel Norge	Standardavvik	Forventet avkastning	Sharpe-rate
0 %	100 %	32,7 %	17,2 %	0,433
10 %	90 %	30,7 %	16,4 %	0,436
20 %	80 %	28,7 %	15,6 %	0,438
30 %	70 %	26,8 %	14,7 %	0,439
40 %	60 %	25,0 %	13,9 %	0,438
50 %	50 %	23,3 %	13,1 %	0,434
60 %	40 %	21,8 %	12,3 %	0,426
67 %	33 %	20,9 %	11,7 %	0,418
70 %	30 %	20,5 %	11,5 %	0,413
80 %	20 %	19,5 %	10,7 %	0,393
90 %	10 %	18,8 %	9,8 %	0,365
100 %	0 %	18,3 %	9,0 %	0,329

Andelen som gir høyest sharpe-rate er 30 % i den globale indeksen, og 70 % i den norske indeksen. Fordi norske aksjer har mye større volatilitet, vil en portefølje med så stor andel norske aksjer svinge mye, og ha stor risiko. Jeg velger derfor å justere andelene slik at 2/3 av aksjeeksponeringen skjer mot globale aksjer, og 1/3 mot norske aksjer. Aksjeeksponeringen i porteføljen vil dermed ha en forventet avkastning på 11,7 %, med en risiko, målt ved standardavvik, på 20,9 %.

Videre har jeg tatt med to typer obligasjonsfond, ett globalt obligasjonsfond og ett norsk obligasjonsfond for å øke diversifiseringen. Også her har jeg den største vekten mot det globale obligasjonsfondet, fordi man også her får den bredeste diversifiseringen ved et globalt fond, da majoriteten av obligasjoner blir utstedt utenfor Norge. Av obligasjonseksponeringen har jeg valgt å bruke 75 % globale obligasjonsfond og 25 %

norske obligasjonsfond. Historisk sett har avkastningen for obligasjoner vært rundt 6 %, mens risikoen, målt ved standardavvik, for obligasjoner har vært ca. 10 %¹⁰.

Min forenklede markedsportefølje vil dermed bestå av to typer indeksfond, og to typer obligasjonsfond. I markedsporteføljen fra Mjøhus (2007), samt i investeringsstrategien til statens pensjonsfond utland (NBIM, 2010), er strategien at porteføljen skal bestå av 60 % aksjer og 40 % andre papirer. Ved overføring av denne strategien til min forenklede markedsportefølje får jeg følgende portefølje:

Tabell 12

Markedsportefølje	
Globalt indeksfond	40 %
Norsk indeksfond	20 %
Globalt obligasjonsfond	30 %
Norsk obligasjonsfond	10 %
Totalt	100 %

En portefølje med disse vektene, og de oppgitte historiske avkastningstallene, vil gi en forventet avkastning på rundt 9 %. Ved en korrelasjon mellom aksjer og obligasjoner på 0,2¹¹, vil den forenklede markedsporteføljen ha en risiko, målt ved standardavvik, på 14,75 %. Porteføljen er ikke ment å være noen fasit på hvordan en markedsportefølje skal se ut, men heller et godt alternativ til gjennomsnittsnordmannen der han enkelt kan lage porteføljen sin på egen hånd.

Hvis vi nå forutsetter å ha funnet en markedsportefølje, kan vi så kombinere denne markedsporteføljen med en risikofri plassering, og oppnå en forventet avkastning langs tangeringslinjen vist i figur 18.

I det følgende har jeg laget tre ulike porteføljer for tre forskjellige type preferanser. Jeg vil forutsette et sparebeløp på 100 000 kroner per år for hver av porteføljene. Sparebeløpet er valgt likt for å illustrere andelene i de ulike plasseringene, og andelene kan derfor i stor grad

¹⁰ Tall funnet ut fra forelesningsnotat i FIE426 – Kapitalforvaltning, vår 2011, som oppga nominell historisk avkastning for hhv. norske og amerikanske obligasjoner til 6,5 % og 5,6 %, og standardavvik for norske obligasjoner til 11,3 %, og amerikanske obligasjoner til 9,5 %. En veiing av disse gir et standardavvik på rundt 10 %.

¹¹ Korrelasjon funnet i forelesningsnotat i FIE426 – Kapitalforvaltning, vår 2011, hvor oppgitte tall for korrelasjon mellom aksjer og obligasjoner i hhv. Norge og USA var 0,26 og 0,15 for 5 års investeringshorisont.

skaleres etter sparebeløp. Unntaket er BSU-plassering, der jeg anbefaler investering på 20 000 kroner uavhengig av sparebeløp, som gjør at andelen i BSU økes dersom total sparing reduseres.

For enkelhets skyld velger jeg å kun se på avkastningen i det første spareåret. Ved lenger sparehorisont enn 1 år, vil fordelene ved å spare i risikable aktiva øke, pga. forhold nevnt i kapittel 11.2.

Den første porteføljen kaller jeg Ung, og er en portefølje for en nyutdannet person under 34 år med god inntekt, som er i etableringsfasen. Personen ønsker å spare opp penger for å kunne kjøpe bolig og familiebil i løpet av 5-7 år, og har ingen gjeld. Personen er middels risikovillig.

For ungdom under 34 år er den beste sparemåten BSU. Her får man den beste bankrenten, og i tillegg en avkastning på 20 % i form av skattefradrag på 4 000 kroner per år. Dermed bør 20 000 kroner årlig gå til BSU. Videre ønsker personen at pengene skal være tilgjengelig i løpet av 5-7 år, noe som utelukker pensjonssparing samt eiendomsfond. Siden hun er middels risikovillig, vil jeg anbefale en andel i markedsporteføljen på rundt 50 %, og resten plasseres i sikre papirer, for eksempel sikre statsobligasjoner eller pengemarkedsfond.

Tabell 13

Ung	Sparebeløp	Avkastning	Skattefradrag	Total avkastning år 1
<i>Markedsporteføljen:</i>				
Globalt indeksfond	20 000			
Norsk indeksfond	10 000			
Globalt obligasjonsfond	15 000			
Norsk obligasjonsfond	5 000			
Totalt i markedsporteføljen:	50 000	9,0 %		4 500
BSU	20 000	6,0 %	4 000	5 200
Sikre obligasjoner	30 000	4,7 %		1 410
Totalt	100 000			11 110

Vi ser at denne porteføljen gir en forventet avkastning det første året på 11 110 kroner før skatt. Dette tilsvarer en avkastning på i overkant av 11 %, med en risiko, målt ved standardavvik, på kun 7,4 %. Gitt at ingen av andelene i markedsporteføljen, og heller ikke de sikre obligasjonene blir solgt, er det kun rentene fra BSU som vil komme til beskatning det første året.

Den neste porteføljen kaller jeg Voksen, og er en portefølje for en etablert person med hus og bil som vil spare til han blir pensjonist. Personen har middels til høy risikovilje, og ønsker en høy avkastning på sparepengene sine.

Siden personen allerede har hus og bil, har han som regel også lån. Hvordan han skal spare blir her en avveining mellom å betale ned ekstra på lånet, noe som gir en sikker avkastning tilsvarende skattejustert rente på gjelden, og plassere andre steder for å prøve å få en høyere avkastning. Jeg forutsetter at beste boliglånsrente ligger rett i overkant av de sikre innskuddsalternativene, slik at nedbetaling av boliglånet gir en høyere avkastning enn sikre innskudd. Forutsatt at personen er rundt 40 år, vil pengene være plassert i over 20 år. Ved en så lang tidshorisont er aksjemarkedet å foretrekke pga. de nevnte fordelene i kapittel 11.2, og personens ønske om høy avkastning og over gjennomsnittlig risikovilje. Jeg vil foreslå en høy eksponering mot markedsporteføljen, opp mot 80-100 %. Da får han en god eksponering både mot aksjemarkedet og obligasjonsmarkedet, og vil kunne få en god avkastning på sparepengene sine.

Siden han sparer til pensjon, er det også et essensielt spørsmål om noe av sparingen bør skje innenfor noen av pensjonsproduktene. Livrente har ingen fordeler fremfor sparing direkte i fond siden formuesfordelen ble fjernet. IPS derimot, gir fordelene av skattefradrag for sparing og fritak for formuesskatt, men ulempen ved at hele uttaket beskattes som personinntekt, og at man ikke får rett til skjermingsfradrag. Om IPS lønner seg avhenger dermed av flere forhold, diskutert i kapittel 6.2., og jeg har valgt å ikke inkludere IPS i porteføljen i tabell 14¹².

Tabell 14

Voksen	Sparebeløp	Avkastning	Total avkastning år 1
<i>Markedsporteføljen:</i>			
Globalt indeksfond	40 000		
Norsk indeksfond	20 000		
Globalt obligasjonsfond	30 000		
Norsk obligasjonsfond	10 000		
Totalt i markedsporteføljen:	100 000	9,0 %	9 000

¹² Skulle IPS likevel vært med som en del av porteføljen, vil jeg anbefale å la IPS utgjøre obligasjonsfondsdelen av markedsporteføljen, da man uansett ikke får skjermingsfradrag for plasseringer i obligasjonsfond.

Ved plassering av hele sparebeløpet i markedsporteføljen, vil personen få en forventet avkastning på 9 000 kroner i år 1. Dette gir samme avkastning og risiko som markedsporteføljen, altså 9 % avkastning til 14,75 % risiko. Hele avkastningen vil reinvesteres i fondene for å bli med å gi ny avkastning helt til man selger.

Den siste porteføljen, kalt Gammel, er for en person som nærmer seg pensjonsalder. Personen har nedbetalt alt av lån, og ønsker å spare de siste årene før han blir pensjonist. Han er usikker på når han ønsker å bruke pengene, men tror det vil bli de nærmeste årene. Han ønsker ikke å ta noe stor risiko, men vil heller ha en sikker avkastning på pengene.

Her er preferansene lav risiko og høy grad av likviditet. Ved plassering i aksjemarkedet vil det lønne seg å ha en lenger tidshorisont enn det denne personen ønsker. Personen ønsker også kun en sikker avkastning på pengene sine, så i dette tilfellet er ikke plassering i markedsporteføljen et riktig valg. Jeg vil anbefale å plassere over halvparten i obligasjoner. Enten helt sikre obligasjoner eller obligasjonsfond, alt etter hvor lite risiko han ønsker. Resten ville jeg plassert enten i pengemarkedsfond, på sparekonto eller som et fastrenteinnskudd. Et fastrenteinnskudd gir av disse den høyeste renten. Man kan selv velge hvor lang tid fastrenteinnskuddet skal gå over, og man burde kunne vite på forhånd om man behøver penger til noe spesielt de neste 6 måneder eller det neste året. Dermed ser porteføljen slik ut:

Tabell 15

Gammel	Sparebeløp	Avkastning	Total avkastning år 1
Obligasjonsfond	60 000	6 %	3 600
Fastrenteinnskudd	40 000	5 %	2 000
Totalt	100 000		5 600

Porteføljen vil gi en avkastning på 5 600 kroner før skatt. Avkastningen fra fastrenteinnskuddet vil komme til beskatning det året avtalen utløper, mens avkastningen i obligasjonsfondet kommer til beskatning det året andelene blir solgt.

12. Oppsummering

Oppgaven konkluderer med at selv om boligprisene i Norge er på sitt høyeste nivå noensinne, er det fremdeles lønnsomt å eie bolig fremfor å leie, såfremt man skal beholde boligen i mer enn 2-3 år. Ved å kjøpe bolig utnytter man de gunstige skattereglene ved å eie bolig, samtidig som man kan ta del i videre vekst i boligmarkedet. Jeg konkluderer med at vi kan forvente videre vekst i boligmarkedet, da prisvekst er understøttet av flere fundamentale forhold. Siden noen fundamentale forhold også taler imot prisvekst, tror jeg veksten vil bli lavere enn den har vært de siste 15 årene, og at den vil flate ut når styringsrenten om noen år har steget til et normalt nivå. Konklusjonen er at eiendom er et gunstig sted å plassere pengene sine, og bør for mange være en del av en spareportefølje.

En optimal markedsportefølje, som nevnt i kapittel 10.3, er vanskelig for privathusholdninger å lage. Jeg har derfor kommet frem til en alternativ markedsportefølje som kan brukes av personer som ikke er veldig rutinerte i investeringsuniverset. Jeg anbefaler en markedsportefølje bestående av to indeksfond; ett globalt og ett norsk, samt to obligasjonsfond; ett globalt og ett norsk. Denne porteføljen vil gi en forventet avkastning på rundt 9 %. Risikoen til porteføljen jeg har laget har jeg regnet ut til å bli i overkant av 14 %. Sammenlignet med markedsporteføljen fra Mjølhus (2007), som ga en forventet avkastning på 8,75 % (forventet realavkastning på 6,75 % + inflasjon på 2 %), og risiko på 9,45 %, har min forenklede markedsportefølje omtrent samme forventede avkastning, med litt høyere risiko.

Ved hjelp av markedsporteføljen har jeg så laget tre forskjellige spareporteføljer for tre personer med ulike preferanser for avkastning, risiko og likviditet. Porteføljen Ung, hvor personen er middels risikovillig, består av 50 % av kapitalen i markedsporteføljen og 50 % i sikre alternativer. Porteføljen Voksen, hvor personen ønsker en høy avkastning, og har en lang tidshorisont, består av 80-100 % i markedsporteføljen. Porteføljen Gammel, hvor personen kun ønsker sikker avkastning på pengene sine, og ønsker å ha pengene tilgjengelig, består av 60 % i obligasjonsfond og 40 % bankinnskudd. Et viktig moment er at for personer under 34 år, som har planer om å en eller annen gang kjøpe en bolig, er BSU den beste plassen å sette pengene sine, og bør dermed prioriteres foran andre aktivaklasser. Porteføljene kan så modifiseres, slik at man oppnår en portefølje som passer best med sine egne preferanser.

Vedlegg 1

Eie eller leie bolig

Forutsetninger:

Gjennomsnittlig kvadratmeterpris	35 000	} Tatt fra data til figur 9
Gjennomsnittlig størrelse leilighet	70 kvadratmeter	
Pris gjennomsnittlig leilighet	2 450 000	

Lån 85 % av boligens verdi	2 082 500
Egenkapital (resterende 15 %)	367 500

Gjennomsnittlig prisstigning bolig 2,0 % årlig

Kostnader ved å eie:

Rentekostnad	5 %
Skatteprosent	28 %
Vedlikehold/forsikring	2 % årlig av boligens verdi
Diverse kostnader ved kjøp	5 000
Kommunale avgifter og lignende	5 000 stiger med 2,5 % årlig
Kostnader ved salg	4 % av verdien av boligen

Leiepris tilsvarende bolig	12 000
Prisstigning leiepris	2,5 %

Prisutvikling bolig

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Verdi 1. januar	2 450 000	2 499 000	2 548 980	2 599 960	2 651 959	2 704 998	2 759 098	2 814 280	2 870 565	2 927 977
Prisstigning	49 000	49 980	50 980	51 999	53 039	54 100	55 182	56 286	57 411	58 560
Verdi 31. desember	2 499 000	2 548 980	2 599 960	2 651 959	2 704 998	2 759 098	2 814 280	2 870 565	2 927 977	2 986 536

Kostnad ved å eie bolig

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Rentekostnader	104 125	104 125	104 125	104 125	104 125	104 125	104 125	104 125	104 125	104 125
Skattefradrag	-29 155	-29 155	-29 155	-29 155	-29 155	-29 155	-29 155	-29 155	-29 155	-29 155
Vedlikehold/forsikring	49 000	49 980	50 980	51 999	53 039	54 100	55 182	56 286	57 411	58 560
Kommunale avgifter og lignende	5 000	5 125	5 253	5 384	5 519	5 657	5 798	5 943	6 092	6 244
Kostnader ved kjøp	5 000									
Kostnader ved salg										119 461
Totale kostnader	133 970	130 075	131 203	132 354	133 528	134 727	135 950	137 199	138 473	259 235

Kontantstrøm ved kjøp av bolig

Opptak/tilbakebetaling gjeld	2 082 500									-2 082 500
Kjøp/salg av bolig	-2 450 000									2 986 536
Totale kostnader ved å eie	-133 970	-130 075	-131 203	-132 354	-133 528	-134 727	-135 950	-137 199	-138 473	-259 235
Kontantstrøm	-501 470	-130 075	-131 203	-132 354	-133 528	-134 727	-135 950	-137 199	-138 473	644 801

Kontantstrøm ved leie av bolig

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Husleie	144 000	147 600	151 290	155 072	158 949	162 923	166 996	171 171	175 450	179 836
Kontantstrøm	-144 000	-147 600	-151 290	-155 072	-158 949	-162 923	-166 996	-171 171	-175 450	-179 836

Differansekontantstrøm

Avkastningskrav	10 %									
Nåverdi	kr 117 214									

Internrente 14,5 %

Litteraturliste

Abcnyheter, 2010. *Livrente*. [Internett] Tilgjengelig på:

<http://www.abcnyheter.no/sparing/faktainnhold/090207/livrente> [Nedlastet 14.04.2012]

Abcnyheter, 2011. *Nybygging*. [Internett] Tilgjengelig på:

<http://www.abcnyheter.no/bolig/faktainnhold/090106/nybygging> [Nedlastet 15.04.2012]

Abcnyheter, 2012. *Marginalskatt på pensjonsinntekter*. [Internett] Tilgjengelig på:

<http://www.abcnyheter.no/skatt/faktainnhold/100112/marginalskatt-pa-pensjonsinntekter> [Nedlastet 14.04.2012]

Altomfond, u.å. *Unngå fallgruvene i pensjonssparing*. [Internett] Tilgjengelig på:

<http://www.altomfond.no/?module=Articles;action=ArticleFolder.publicOpenFolder;ID=97> [Nedlastet 14.04.2012]

Bodie, Z., Kane, A, og Marcus, A. J., 2009. *Investments*. 8. utgave. McGraw-Hill Education (Asia).

Bøhren og Gjørum, 2003. *Prosjektanalyse*. 2. utgave. Skarvet forlag, (Norge).

Cochrane, John H, 1999. *Portfolio advice for a multifactor world*. Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, Vol. 23, no. 3, side 59-78.

Dine Penger, 2010. *Gir råtten rente på lønnskonto*. [Internett] Tilgjengelig på:

<http://www.vg.no/dinepenger/artikkel.php?artid=594220> [Nedlastet 12.04.2012]

Dine Penger, 2011. *Dine Pengers Bank-NM*. [Internett] Tilgjengelig på:

<http://www.vg.no/dinepenger/artikkel.php?artid=10016486> [Nedlastet 12.04.2012]

Fama E. F. og French K. R, 2010. *Luck versus skill in the cross section of mutual fund returns*. The Journal of Finance, volum 65, issue 5, page 1915-1947.

Finansportalen. Søkemotor. [Internett] Tilgjengelig på: www.finansportalen.no [Nedlastet 01.02.2012]

Finanstilsynet, 2011. *Retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål*.

[Internett] Tilgjengelig på:

http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rundskriv_vedlegg/2011/4_kvartal/Rundskriv_29_2011.pdf [Nedlastet 14.04.2012]

Google, 2012A. *Arbeidsledighet i Europa (månedlig)*. [Internett] Tilgjengelig på:

<http://www.google.no/publicdata> [Nedlastet 03.03.2012]

Google, 2012B. *Befolkningsvekstrate*. [Internett] Tilgjengelig på:

<http://www.google.no/publicdata/directory?q=befolkningsvekst> [Nedlastet 15.04.2012]

Hveem, D. J., Mjølhus, J., Nordstoga, H. og Plahte, A., 2010. *Personlig økonomi 2010/2011*. Cappelen akademisk forlag, (Norge)

Langberg, Ø. K. og Dugstad, L., 2011. *Nedtur for norske fond*. Dagens Næringsliv, 14. desember 2011, side 6-7.

Lov om individuell pensjonsordning, 2008. *Lov om individuell pensjonsordning*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.lovdata.no/all/hl-20080627-062.html> [Nedlastet 14.04.2012]

Markowitz, Harry, 1952. *Portfolio selection*. The Journal of Finance, volum 7, issue 1, page 77-91.

Mjøllhus, J., 2007. *Formuesforvaltning*. Cappelen akademisk forlag, (Norge). Kapittel 5.

Morningstar, 2009. *Vil obligasjoner gi høyere avkastning enn aksjer over lengre perioder?* [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.morningstar.no/no/142/articles/81567/Vil-obligasjoner-gi-h%C3%B8yere-avkastning-enn-aksjer-over-lengre-perioder.aspx> [Nedlastet 15.04.2012]

MSCI, 2012. *MSCI Index Performance*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.msci.com/products/indices/size/standard/performance.html> [Nedlastet 25.05.2012]

NBIM, 2010. *Investeringsstrategi*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.nbim.no/no/Investeringer/> [Nedlastet 24.05.2012]

Nordnetbloggen, 2011. *Skjermingsfradrag – hva er det og hva betyr det for deg?* [Internett] Tilgjengelig på: <http://nordnetbloggen.no/skjermingsfradrag-hva-er-det-og-hva-betyr-det-for-deg/> [Nedlastet 14.04.2012]

Norges Bank, 2012A. *Rentestatistikk – Alle renter*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/#alle> [Nedlastet 07.03.2012]

Norges Bank, 2012B. *Pengepolitisk rapport 1/12*. [Internett] Tilgjengelig på: http://www.norges-bank.no/pages/88292/PPR_1_12.pdf [Nedlastet 15.04.2012]

Norges eiendomsmeglerforbund, 2012. *Historiske priser 1985-2011*. [Internett] Tilgjengelig på: http://www.nef.no/xp/pub/topp/boligprisstatistikk/historiske_priser/index.html [Nedlastet 02.03.2012]

Norton, M., 2008. *Hvordan velge indeksfond?* [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.morningstar.no/no/funds/article.aspx?lang=nb-NO&articleID=58977&categoryID=130> [Nedlastet 14.04.2012]

Oslo Børs, 2011. *Ny likviditetsinndeling på Oslo Børs fra 17. juni 2011*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Presserom/Pressemeldinger/Ny-likviditetsinndeling-paa-Oslo-Boers-fra-17.-juni-2011> [Nedlastet 13.04.2012]

Oslo Børs, 2012A. *Om oss*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.osloabm.no/Oslo-ABM/Om-oss> [Nedlastet 13.04.2012]

Oslo Børs, 2012B. *Alle obligasjoner*. [Internett] Tilgjengelig på: http://oslobors.no/markedsaktivitet/bondList?newt_menuCtx=1.2 [Nedlastet 13.04.2012]

Oslo Børs, 2012C. *Aksjeindekser – Lenkede indekser (Excel-ark)*. [Internett] Tilgjengelig på: [http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Produkter-og-tjenester/Markedsdata/Indekser/Aksjeindekser/\(tab\)/2](http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Produkter-og-tjenester/Markedsdata/Indekser/Aksjeindekser/(tab)/2) [Nedlastet 13.04.2012]

Oslo Børs, 2012D. *Oslo Børs Benchmark Index*. [Internett] Tilgjengelig på: http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexGraph?newt_ticker=OSEBX&newt_menuCtx=1.6.3 [Nedlastet 13.04.2012]

Oust, A, 2012. *Høye boligpriser, men ingen boble*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.oekonomi.no/2012/02/11/h%c3%b8ye-boligpriser-men-ingen-boble/> [Nedlastet 14.04.2012]

Reppen, E. (red), 2006. *Alternative investeringer*. Gyldendal akademisk, (Norge). Kapittel 2.

Rutgersen H. B., uten år. *Er det største fondene også de beste?* [Internett] Tilgjengelig på: http://oxnorge.no/files/norsk_familieokonomi_analyserer_folkefondene_4_des.pdf [Nedlastet 14.04.2012]

Skagenfondene, 2012. *Fond og kurser*. [Internett] Tilgjengelig på: <https://www.skagenfondene.no/Fond-og-kurser/> [Nedlastet 22.02.2012]

Skatteloven, 1999. *Lov om skatt av formue og inntekt*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.lovdatabank.no/all/nl-19990326-014.html> [Nedlastet 15.04.2012]

Sparebank1, 2012. *Livrente*. [Internett] Tilgjengelig på: https://www2.sparebank1.no/portal/1001/3_privat?nfpb=true&pageLabel=page_privat_innhold&pId=1233670899570 [Nedlastet 14.04.2012]

Standard and Poors, 2012. *S&P/Case-Shiller Hope Price Indices*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/us/?indexId=spusa-cashpidff--p-us----> [Nedlastet 02.03.2012]

Statistisk sentralbyrå, 2007. *Tabell 6 Husholdninger og ideelle organisasjoner. Inntekter, utgifter og sparing*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.ssb.no/nri/arkiv/tab-2007-11-20-06.html> [Nedlastet 12.04.2012]

Statistisk sentralbyrå, 2011. *Skattepliktig formue for bosatte personer 17 år og eldre. 2009 og 2010*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.ssb.no/emner/05/01/selvangivelse/arkiv/tab-2011-11-25-03.html> [Nedlastet 12.04.2012]

Statistisk sentralbyrå, 2012A. *Tabell 6 Husholdninger og ideelle organisasjoner. Inntekter, utgifter og sparing*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.ssb.no/nri/tab-06.html> [Nedlastet 12.04.2012]

Statistisk sentralbyrå, 2012B. *Befolkning*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.ssb.no/02/> [Nedlastet 15.04.2012]

Statistisk sentralbyrå, 2012C. *Konjunkturtendensene for Norge og utlandet*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.ssb.no/kt/> [Nedlastet 22.05.2012]

Stortingsvedtak, 2012. *Stortingsvedtak om skatt av inntekt og formue mv. for inntektsåret 2012*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://www.lovdatab.no/for/sf/sv/td-20111124-1151-002.html> [Nedlastet 12.04.2012]

Verdipapirenes forening, 2007. *Verdipapirfondenes forenings bransjestandard for informasjon og klassifisering av aksjefond og kombinasjonsfond*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://vff.no/vff.no/filestore/Bransjestandardforinformasjonogklassifiseringavaksjefondogkombinasjonsfondper6.12.2007.pdf> [Nedlastet 14.04.2012]

Økonomiguiden, 2008. *Individuell pensjonssparing (IPS)*. [Internett] Tilgjengelig på: <http://okonomiguiden.no/pensjon/ips/> [Nedlastet 14.04.2012]