

Husholdningenes nettofinansinvesteringer – hva sier mikrodataene?

Magdalena D. Riiser, seniorrådgiver i Finansmarkedsavdelingen, Norges Bank¹

Artikkelen bruker en ny kilde for å studere husholdningenes nettofinansinvesteringer. Mens eksisterende statistikk er basert på makrodata, benytter vi her mikrodata for husholdningenes finansformue og gjeld tilbake til 1987. Analysen viser at husholdningene i aldersgruppen 35–44 år stod bak den brå økningen i nettofinansinvesteringene under bankkrisen på slutten av 1980-tallet. Deres nettofinansinvesteringer snudde fra negative til positive verdier i denne perioden. Dataene tyder på to hovedendringer siden begynnelsen av 1990-tallet. For det første har husholdningene i gruppen 35–44 år gjenopptatt sin vanlige tilpasning med negative nettofinansinvesteringer. For det andre har nettofinansinvesteringene avtatt for de mellom 45 og 64 år. Denne utviklingen bidrar isolert sett til lavere finansielle buffere mot negative økonomiske hendelser hos husholdningene.

Artikkelen ser også på nettofinansinvesteringer i ulike grupper av husholdninger etter finansformue. Denne analysen viser at bedringen i husholdningenes samlede nettofinansinvesteringer i 2007 ifølge mikrodataene, er begrenset til gruppen med aller høyest finansformue. For flertallet av husholdningene fortsatte nettofinansinvesteringene å avta.

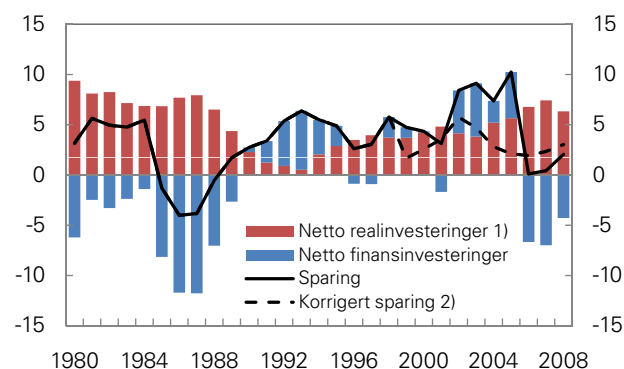
I forkant av bankkrisen i 1988–1993 falt husholdningenes sparerate brått til negative verdier, se figur 1. Da konjunktorene snudde, betalte husholdningene ned gjeld og økte sparingen. Dette førte til lavere etterspørsel og svekket inntjening og lønnsomhet for foretakene. Tapene på utlån til foretak økte, mens tapene på utlån til husholdninger forble beskjedne. For bankene var med andre ord de indirekte virkningene av husholdningenes lavere konsum via økte tap på lån til foretak mye sterkere enn de direkte virkningene av tap på lån til husholdninger.² Analyser av husholdningenes sparing er derfor viktige for å avdekke risiko for finansiell ustabilitet.

Husholdningenes sparing består av nettorealinvesteringer og nettofinansinvesteringer fratrukket nettokapitaloverføringer³ (figur 1). Kjøp av bolig representerer en realinvestering for en husholdning. Korrigerer vi realinvesteringene for kapitalslitasje, kommer vi fram til nettorealinvesteringer. Husholdningene kan endre finansformuen ved å investere i eller selge finansielle eiendeler. De kan også ta opp og nedbetale på lån. Differansen mellom endring i finansformue, korrigert for kursgevinst og kurstap, på den ene siden og endring i gjeld på den andre gir nettofinansinvesteringer i en husholdning.⁴

På slutten av 1980-tallet førte sterk opplåning i hus-

holdningene til at deres nettofinansinvesteringer falt (figur 1). Samlet sparing gikk ned til tross for høye realinvesteringer. Nettofinansinvesteringene tok seg opp på 1990-tallet og var stort sett positive i de påfølgende årene. I 2002–2005 tok husholdningene ut ekstraordinært høye

Figur 1 Husholdningenes netto realinvesteringer, netto finansinvesteringer og sparing. Prosent av disponibel inntekt. 1980–2008



- 1) Netto realinvesteringer fratrukket netto kapitaloverføringer
2) Sparing og disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2000–2005 og nedsetting av egenkapital i 2006–2008

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Takk til Gisle J. Natvik, Vetle Hvidsten, Birger Vikøren, Snorre Evjen, Thea Birkeland Kloster, Bjørn-Helge Vatne, Sigbjørn Atle Berg, Jeremy Elsom, Jens Olav Sporastøyl og Hans-Ottar Riiser.

² Se rammen «Virksomheter på foretakene av et fall i husholdningenes konsum» i rapporten Finansiell stabilitet 2/2003.

³ Nettokapitaloverføringer er svært lave for norske husholdninger.

⁴ Vedlegget bak i artikkelen beskriver i mer detalj beregning av nettofinansinvesteringer.

aksjeutbytter som følge av endret beskatning av aksjeutbytte. Noe av utbyttet ble gitt som lån til eller reinvestert som aksjer i samme bedrift. I denne perioden vokste nettofinansinvesteringene, men ble igjen negative i 2006. Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte falt sparingen i husholdningene i 2002–2005. I et historisk perspektiv har sparingen vært lav siden 2006. Det kan være forskjellige motiver bak den lave spareraten, blant annet større optimisme hos husholdningene eller lavere usikkerhet om den økonomiske utviklingen. Uansett motiv er resultatet at husholdningene ikke bygger opp finansielle buffere som kan brukes til å møte uforutsette negative hendelser.⁵ I lys av de historiske erfaringene er det interessant å undersøke hvilke grupper av husholdninger som driver utviklingen i sparingen når konjunktorene snur. I dette arbeidet bruker vi mikrodata om husholdningenes finansformue og gjeld for å se på deres nettofinansinvesteringer. Mikrodata representerer et viktig alternativ til makrodata, særlig når makrodata gir oss begrenset informasjon. Videre gir mikrodata i motsetning til makrodata mulighet til å undersøke tilpasningen i ulike grupper av husholdninger. Dette kan gi oss verdifull innsikt i husholdningenes spareatferd.

I artikkelen har vi delt inn husholdningene etter to kjennetegn: alder og finansformue. Valg av kjennetegn er til en viss grad påvirket av beregningsmetoden. Det er en fordel med kjennetegn som er relativt konstante over tid for å unngå for stor forflytning av husholdninger mellom ulike grupper. Den valgte inndelingen er interessant i lys av endret tilpasning i ulike aldersgrupper. Endret beskatning av aksjeutbytte gjør det aktuelt å se på nettofinansinvesteringer i husholdninger inndelt etter finansformue.

Artikkelen er organisert som følger: Kapittel 1 gir en kort beskrivelse av datamaterialet. Kapittel 2 ser på husholdningenes samlede nettofinansinvesteringer beregnet på mikrodata og sammenligner dem med dataene fra nasjonalregnskapet og finansregnskapet. Kapittel 3 undersøker om noen aldersgrupper har endret sin tilpasning når det gjelder nettofinansinvesteringer. Vi ser på om fallet i de samlede nettofinansinvesteringene de siste 10–15 årene er begrenset til enkelte aldersgrupper. Kapittel 4 diskuterer om noen bestemte grupper av husholdninger har påvirket de samlede nettofinansinvesteringene spesielt mye i perioden 2002–2005, da det ble tatt ut ekstraordinært høye aksjeutbytter. Kapittel 5 oppsummerer.

1. Mikrodata for husholdningenes finansformue

Norges Bank har siden midten av 1990-tallet brukt mikrodata fra inntekts- og formuesstatistikken i Statistisk sentralbyrå for å analysere husholdningenes opplåning. I 2005 fikk Norges Bank direkte tilgang til de detaljerte grunndataene for husholdningenes inntekter og gjeld. Nå har Norges Bank for første gang tatt i bruk grunndataene for husholdningenes finansformue etter ulike poster. I denne artikkelen benytter vi data for husholdningenes finansformue fra inntekts- og formuesundersøkelsene for 1986–2003 (utvalgsundersøkelser) og fra fulltellingene for 2004–2007.

Dataene er basert på postene i selvangivelsen. Ettersom skatteregimene har gjennomgått endringer, de største av dem i 1992 og 1998, er det flere brudd i postene. Noen av postene utgår, andre poster blir innført eller beskatningen omfatter flere finansobjekter. Et første steg i bearbeidingen av dataene har vært å lage tidsserier for de ulike postene for perioden 1986–2007. Et kjennetegn ved dataene er at de gjengir likningsverdier. For mange poster i finansformuen er likningsverdien lavere enn den virkelige verdien, mens gjeld føres til virkelig verdi. For å beregne nettofinansinvesteringer kreves det riktig nivå på både gjeld og finansformue. Derfor har vi som andre steg i arbeidet beregnet de virkelige verdiene av finanspostene.⁶

2. Husholdningenes samlede nettofinansinvesteringer

Anslagene på husholdningenes nettofinansinvesteringer i makro er til en viss grad usikre, både fordi det brukes forskjellige metoder i beregningene, men også fordi informasjon om husholdningene ikke er lett tilgjengelig.⁷ Ofte må utviklingen i husholdningenes balanser anslås på bakgrunn av utviklingen i andre sektorer (motpartsprinsippet). Videre beregnes nettofinansinvesteringene på bakgrunn av store aggregater. Små feil i slike aggregater kan gi store avvik i de beregnede nettofinansinvesteringene.⁸ Det har i enkelte perioder vært forskjeller mellom nettofinansinvesteringene i institusjonelt nasjonalregnskap (inntektsregnskapet) og i finansregnskapet, se figur 2.

Mikrodata er en alternativ kilde for beregning av nettofinansinvesteringer, jf. figur 2. Sammenligner vi først med inntektsregnskapet, ser vi at nettofinansinvesteringer

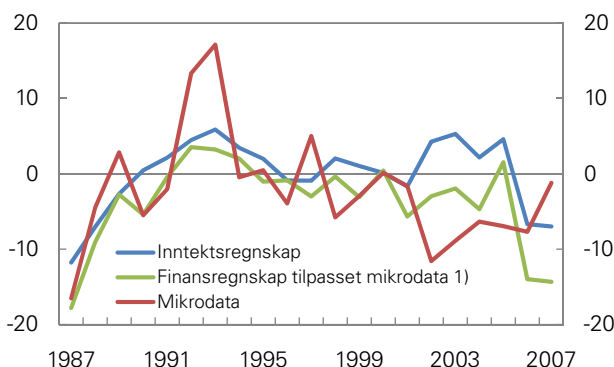
⁵ Dette utelukker ikke at husholdningene kan bygge andre buffere enn finansielle buffere.

⁶ Vi har fått opplysninger fra Skatteetaten og brukt rettleidingene til selvangivelsen i perioden 1986–2007 for å komme fram til de virkelige verdiene.

⁷ Nettofinansinvesteringer i makro beregnes i institusjonelt nasjonalregnskap (inntektsregnskapet) og i finansregnskapet, se vedlegg.

⁸ Se boks 9.3 på side 117 i Statistisk sentralbyrå (2009) og Bø, Røstadsand og Tørum (2003).

Figur 2 Husholdningenes netto finansinvesteringer i prosent av disponibel inntekt. 1987–2007



¹⁾ Finansregnskapet for husholdninger utenom ideelle organisasjoner og eksklusive kollektive forsikringskrav

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

gene fra mikrodata til en viss grad følger forløpet til nettofinansinvesteringene i inntektsregnskapet, særlig fram til 2002.

Det er ikke direkte samsvar mellom definisjonen av husholdningssektoren i mikrodataene og i inntektsregnskapet. I inntektsregnskapet omfatter husholdningene både husholdninger og ideelle organisasjoner. Mikrodataene derimot ser bare på husholdninger.

Finansregnskapet kan til en viss grad korrigere for denne sektorforskjellen. Vi kan beregne nettofinansinvesteringer for husholdninger utenom ideelle organisasjoner i finansregnskapet, i hvert fall etter 1995.⁹ I beregningen utelater vi finansinvesteringer i kollektive forsikringskrav fra finansregnskapet, siden slike opptjente pensjonsrettigheter i Folketrygdefondet ikke er med i mikrodataene. De fremkomne nettofinansinvesteringene omtaler vi som «finansregnskapet tilpasset mikrodata».¹⁰

Nettofinansinvesteringene fra finansregnskapet ligger nærmere nettofinansinvesteringene fra mikrodata (se figur 2). Likevel er det visse forskjeller. Det er vanskelig å si hvilket av de to anslagene som er det riktige. Begge anslag er beheftet med usikkerhet. Nettofinansinvesteringene fra mikrodata er basert på utvalgsundersøkelser fram til 2004. Små utvalg i 1989 og 1993 er årsaken til at nettofinansinvesteringene fra mikrodata avviker betydelig fra finansregnskapet. Brudd i postene i selvangivelsen i 1992 og 1998 kan gi usikre anslag for disse årene.

⁹ Husholdninger utenom ideelle organisasjoner i finansregnskapet avviker noe fra husholdninger i mikrodataene.

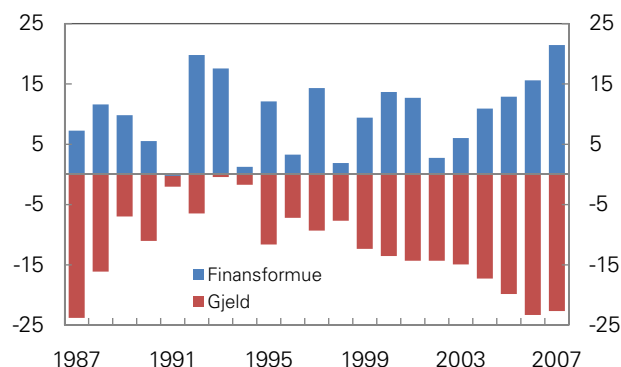
¹⁰ I dataene fra finansregnskapet er disponibel inntekt hentet fra nasjonalregnskapet. Dette er ikke fullt ut i samsvar med sektortilpasningen, der vi utelater ideelle organisasjoner.

¹¹ Mikrodataene viser ikke fall i gjelden for husholdningene samlet sett under bankkrisen i 1988–1993, jf. figur 3. Ettersom vi ikke kan korrigere gjeld i mikrodataene for valutaendringer, er denne observasjonen usikker. Mikrodataene viser imidlertid fall i gjelden i enkelte aldersgrupper.

¹² Når en husholdning gir lån til andre husholdninger eller bedrifter, føres dette som utestående fordringer.

¹³ I analysen har vi sett på nettofinansinvesteringer i absolutte kroner og i forhold til disponibel inntekt. Det siste er mest relevant når vi sammenligner husholdningenes tilpasning over tid, særlig fordi beslutninger om konsum og sparing treffes gitt inntekt. Hvis vi er opptatt av sammensetningen av nettofinansinvesteringene i et enkelt år og hvilke grupper av husholdninger som bidrar mest, er det derimot størrelser i kroner som vi bruker.

Figur 3 Økning i husholdningenes finansformue og gjeld.¹⁾ Prosent av disponibel inntekt. Mikrodata. 1987–2007



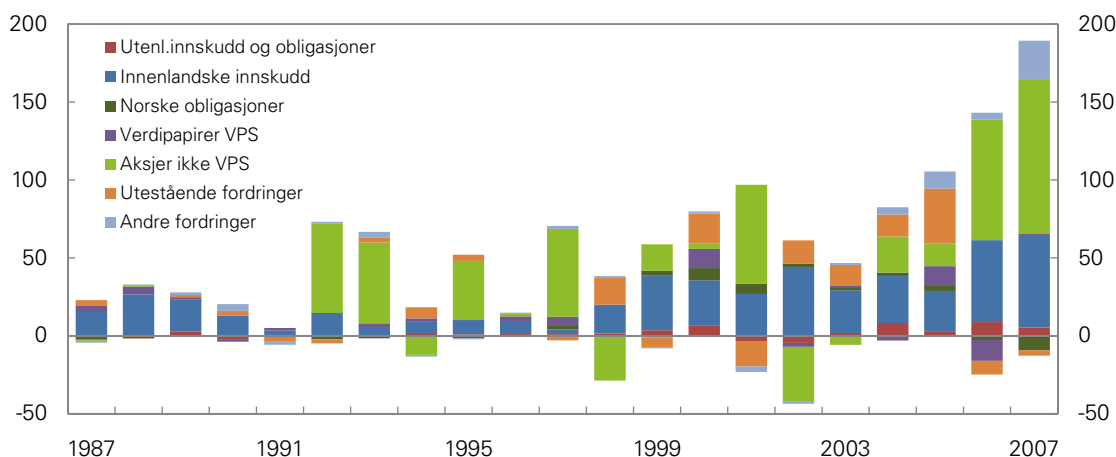
¹⁾ Økningen i finansformue er korrigert for kursgevinster/-tap. Økt gjeld er vist som negative verdier

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Når det gjelder finansregnskapet, er det brudd i postene i 1995. Videre bygger nettofinansinvesteringene i finansregnskapet til en viss grad på anslag og ikke på observerbare størrelser i perioden 2000–2005, da ekstraordinært høye aksjeutbytter ble tatt ut, se kapittel 4. I denne perioden, da anslagene i finansregnskapet er særlig usikre, er forskjellen fra mikrodata størst. Ny informasjon fra mikrodata kan dermed bidra til bedre vurdering av anslagene i finansregnskapet i perioder med mangelfull statistikk.

Når vi ser på mikrodataene, kjennetegnes perioden fra 1999 av en stadig sterkere økning i husholdningenes gjeld, se figur 3.¹¹ Samtidig har det vært en sterk oppbygging av husholdningenes finansformue. Spesielt i perioden 2004–2007 er økningen i finansformuen uten sammenligning den største i vårt datamateriale, både når det gjelder lengde på perioden med oppbygging og størrelsesorden. Økningen domineres av bankinnskudd, aksjer som ikke er registrert i Verdipapirsentralen (ikke VPS-registrerte aksjer) og utestående fordringer¹², se figur 4.¹³ Fra og med 2000 har utestående fordringer økt sin betydning i de samlede transaksjonene. Dette har trolig sammenheng med endringer i beskatningen av aksjeutbytte og uttaket av meget høye aksjeutbytter, se kapittel 4. Etter innføringen av skatt på aksjeutbytte i 2006 avtar de utestående fordringene.

Figur 4 Økning i husholdningenes finansformue korrigeret for kursgevinster og -tap. Milliarder kroner. 1987–2007



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

3. Nettofinansinvesteringer i ulike aldersgrupper

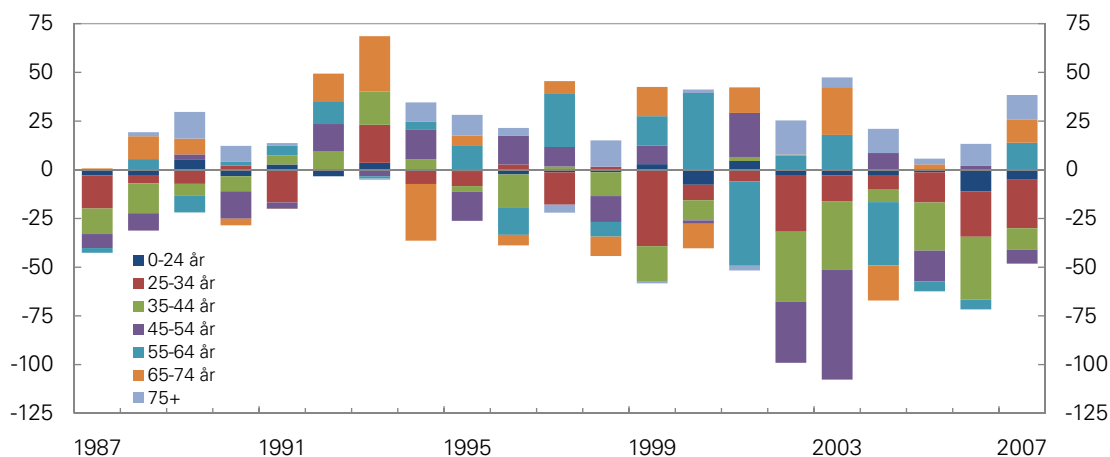
Makrodata sier ikke noe om hvilke husholdninger som endrer tilpasning og hvordan de gjør det. Mikrodata kan derimot gi oss ny innsikt i slike spørsmål.

På mikronivå er nettofinansinvesteringene definert som endringen i finansformue og gjeld, korrigeret for kursgevinster/-tap, i hver enkelt husholdning. Det betyr at vi i beregningen må følge samme husholdning over tid. Dette er problematisk når dataene er basert på et utvalg som forandrer sammensetning over tid. Det er ikke de samme husholdningene som inngår i utvalget hvert år. En måte å løse denne utfordringen på er å defi-

nere grupper av husholdninger som er relativt konstante over tid. Da er det viktig å velge et kjennetegn som ikke endrer seg altfor ofte. Alder er et slikt kjennetegn, spesielt når vi definerer 10-års intervaller. For eksempel kan vi se på en gruppe husholdninger i aldersklassen 25 til 34 år.¹⁴ Da vil husholdningene som var i 25-årskategorien i et gitt år, være i 34-årskategorien ti år senere. Følgelig vil disse husholdningene inngå i samme aldersgruppe (her 25–34 år) i en periode på ti år. Dette sørger for noenlunde uendret sammensetning av gruppen.¹⁵

Flsteparten av de norske husholdningene eier egen bolig. Deres tilpasning er derfor preget av at de tar opp lån for å finansiere boligkjøp. Unge husholdninger pleier som følge av det å ha høy gjeld. Etter hvert som gjelden blir nedbetalt, vokser finansformuen.¹⁶ Yngre hushold-

Figur 5 Husholdningenes nettofinansinvesteringer etter alder. Milliarder kroner. 1987–2007



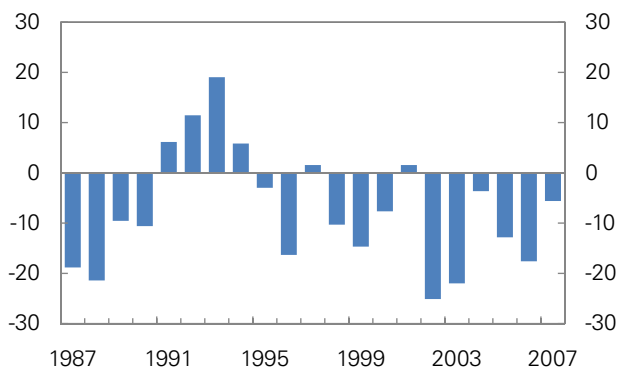
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹⁴ Husholdningenes alder er definert som hovedinntektstakerens alder, eller som alderen til den eldste i husholdningen dersom det ikke er mulig å bruke det første kriteriet.

¹⁵ Siden dataene delvis er basert på en utvalgsundersøkelse, er det ikke nødvendigvis de samme husholdningene som er med i gruppen i alle år. Vi forutsetter at husholdningene i utvalget er representative for sine aldersgrupper slik at vi kan studere deres tilpasning. Problemstillingen med utgang fra eller tilstrømming av husholdninger til en aldersgruppe melder seg også når vi bruker data fra fulltellingene. I artikkelen har vi sett bort fra dette.

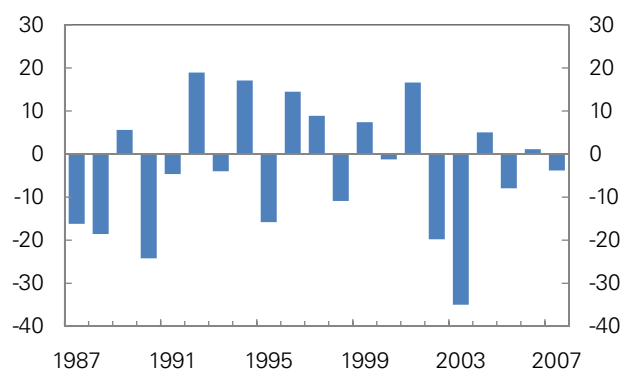
¹⁶ Se Riiser og Vatne (2006), figur 6.

Figur 6 Husholdningenes nettofinansinvesteringer i prosent av disponibel inntekt. Aldersgruppe 35–44 år. 1987–2007



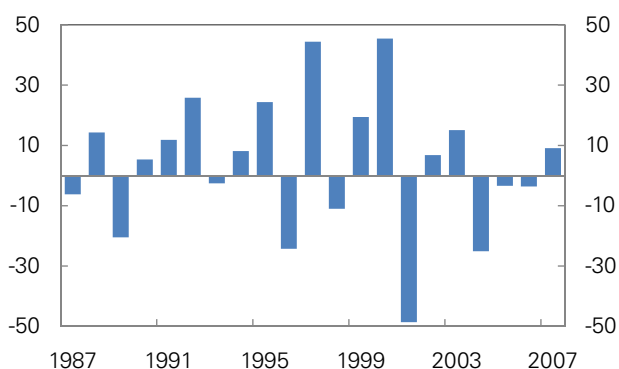
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 7 Husholdningenes nettofinansinvesteringer i prosent av disponibel inntekt. Aldersgruppe 45–54 år. 1987–2007



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 8 Husholdningenes nettofinansinvesteringer i prosent av disponibel inntekt. Aldersgruppe 55–64 år. 1987–2007



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ninger (under 44 år) har som regel negative nettofinansinvesteringer, se figur 5. Husholdninger i gruppen over 55 år pleier å ha positive nettofinansinvesteringer. En demografisk endring i befolkningen kan derfor påvirke de samlede nettofinansinvesteringer.¹⁷ Økt andel husholdninger i høyere aldersgrupper kan isolert sett føre til økte samlede nettofinansinvesteringer.

Mikrodataene viser at fallet i nettofinansinvesteringene siden 1993 ikke er begrenset til en spesiell gruppe. Nettofinansinvesteringene har avtatt i de fleste aldersgruppene. Endringen i tilpasning siden begynnelsen på 1990-tallet er særlig synlig for de mellom 35 og 44 år, se figur 6. For denne gruppen snudde nettofinansinvesteringene fra negative til positive verdier under bankkrisen i 1988–1993. Siden 1995 har disse husholdningene gjenopptatt sin vanlige tilpasning med negative nettofinansinvesteringer.

Husholdningene i aldersgruppen 45–54 år har i enkelte år positive nettofinansinvesteringer, se figur 7. Deres nettofinansinvesteringer har imidlertid avtatt siden 2002 og er blitt hovedsakelig negative.

Aldersgruppene over 55 år har stort sett pleid å ha positive nettofinansinvesteringer (se figur 5). De siste årene ser det ut som om husholdningene i disse gruppene også har endret tilpasning, se figur 8 for gruppen mellom 55 og 64 år. Deres nettofinansinvesteringer synes å ha falt. Vi ser dessuten at første gang deres nettofinansinvesteringer er negative tre år på rad, er i årene 2004–06.

Fallet i nettofinansinvesteringene henger sammen med den høye gjeldsveksten i alle husholdningsgrupper siden 1999, se figur 9. Høy vekst i boligpriser fører til økt gjeld i de yngre husholdningene.¹⁸ Men også gruppene over 45 år har økt sin gjeld. En grunn kan være at antall husholdninger med bare én person har økt gjennom årene. Dette bidrar til at flere tar opp lån senere i livet og har gjeld over flere år.¹⁹ En annen faktor kan være at bankene har utvidet muligheten til å ta opp gjeld ved å forlenge løpetiden på lånene og innføre nye bankprodukter som rammelån med pant i bolig og avdragsfrie lån. Økte boligpriser har bidratt til at flere husholdninger ønsker å frigjøre deler av boligkapitalen.²⁰ Introduksjonen av rammelån med pant i bolig har gjort dette mulig.

En annen observasjon er at alle aldersgrupper bygger opp finansformuen, og at dette har skjedd i større skala siden 2004, se figur 10.²¹ Som nevnt i kapittel 2 står bankinnskudd og ikke VPS-registrerte aksjer for en betydelig del av økningen i finansformuen. Dataene viser at høyere aldersgrupper (over 45 år) dominerer veksten

¹⁷ Riiser og Vatne (2006) diskuterer hvordan demografi kan påvirke husholdningenes gjeld.

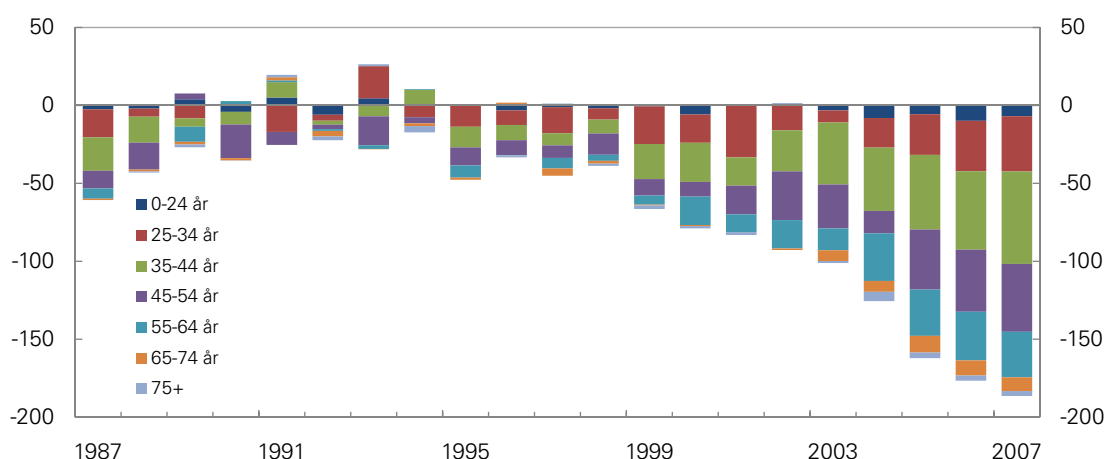
¹⁸ For sammenhengen mellom boligpriser og husholdningenes gjeld, se Jacobsen og Naug (2004).

¹⁹ Se Riiser og Vatne (2006) for gjeldsfrekvenser blant høyere aldersgrupper.

²⁰ For frigjøring av boligkapitalen, se figur 2.9 i Finansiell stabilitet 1/04 og figur 2.10 i Finansiell stabilitet 2/05.

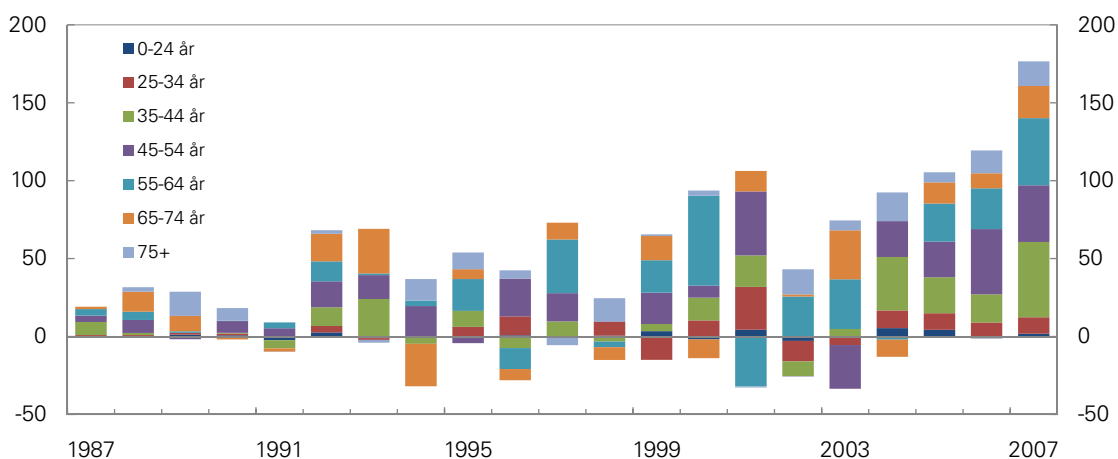
²¹ Til tross for oppbyggingen av finansformue har husholdningenes nettofinansinvesteringer avtatt. Hovedgrunnen er at gjelden har økt mer enn finansformuen.

Figur 9 Økning i husholdningenes gjeld etter alder.¹⁾ Milliarder kroner. 1987–2007



¹⁾ Økt gjeld er vist som negative verdier

Figur 10 Økning i husholdningenes finansformue korrigert for kursgevinster og -tap etter alder. Milliarder kroner. 1987–2007



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

i bankinnskudd, mens gruppene fra 35 til 54 år har bidratt mest til økningen i ikke VPS-registrerte aksjer.

4. Høye aksjeutbytter i 2002–2005 – hvordan påvirker de husholdningenes nettofinansinvesteringer

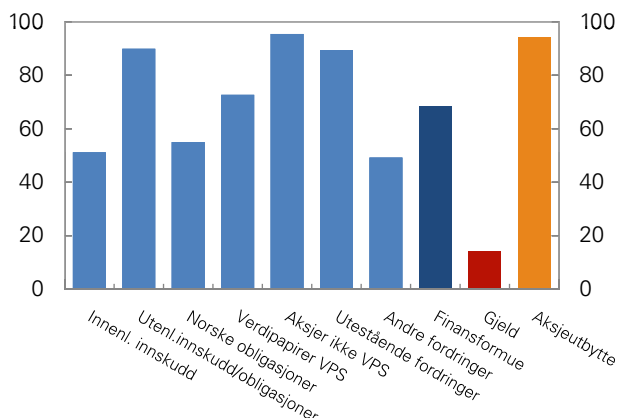
I perioden 2000–2005 var husholdningenes nettofinansinvesteringer påvirket av variasjoner i uttak av aksjeutbytte som følge av skattetilpasninger. Fram til september 2000 var aksjeutbytte skattefritt. Utbytte vedtatt etter september 2000 og i 2001 ble beskattet med en sats på 11 prosent. I 2002 ble skatt på aksjeutbytte fjernet igjen. Samtidig ble det avklart i 2003 at skatt på aksjeutbytte ville bli innført på ny fra og med 2006. Som resultat av den varslede skatteendringen ble ekstraordinært store aksjeutbytter tatt ut i perioden 2002–2005. Dette førte

til høye nettofinansinvesteringer slik de måles i inntektsregnskapet (se figur 1).

En betydelig del av aksjeutbyttet i 2002–2005 ble tatt ut av eiere av aksjer som ikke er registrert i Verdipapirsentralen. Aksjeutbyttet ble blant annet brukt til å kjøpe flere aksjer i samme bedrift eller ble gitt som lån til bedriften. Vi vil se nærmere på utviklingen i nettofinansinvesteringer i disse husholdningene og i hvor stor grad de påvirker de samlede nettofinansinvesteringene.

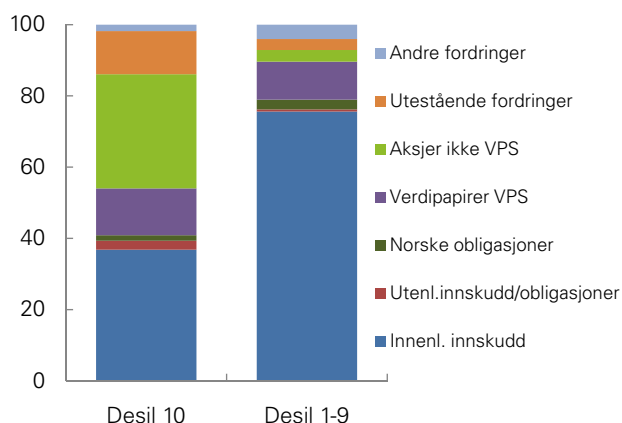
For å undersøke slike problemstillinger bør vi følge en gruppe husholdninger over flere år, dvs. bruke paneldata. Innføring av fulltelling for husholdningenes inntekter, formue og gjeld fra og med 2004 gjør dette mulig. Vi har laget et panel som består av de ti prosentene av husholdningene som hadde høyest finansformue i 2004 (desil 10 etter finansformue). Disse husholdningene er så fulgt fram til 2007. Ettersom vi beregner nettofinansinvesteringer som endring i finansposter mellom to år, korrigert for omvurderinger, gir dette oss nettofinansinvesteringer

Figur 11 Finansformue, gjeld og aksjeutbytte i husholdningene i desil 10 etter finansformue. Prosent av beløp for alle husholdninger. 2004



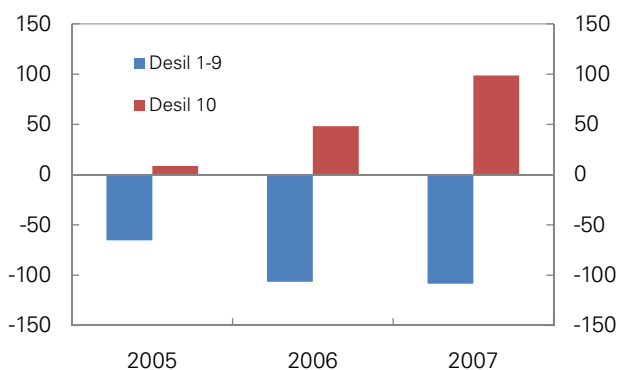
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 12 Sammensetning av finansformuen for husholdningene i ulike desiler etter finansformue. Prosent. 2004



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

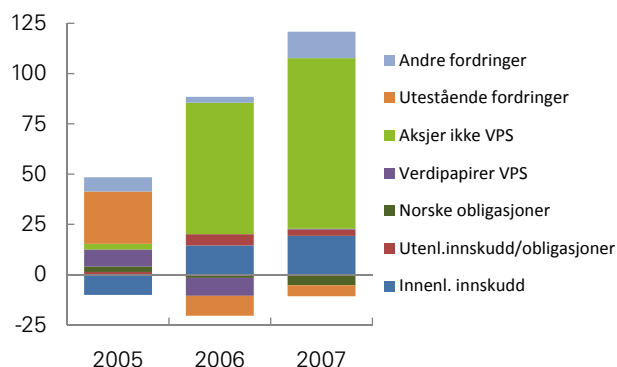
Figur 13 Nettofinansinvesteringer for husholdningene i ulike desiler etter finansformue.¹⁾ Milliarder kroner. 2005–2007



¹⁾ Desil 10 er definert som de ti prosentene av husholdningene med høyest finansformue i 2004. Deretter er de samme husholdningene fulgt fram til 2007

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 14 Økning i finansformue korrigert for kursgevinster og -tap i husholdningene i desil 10 etter finansformue.¹⁾ Milliarder kroner. 2005–2007



¹⁾ Desil 10 er definert som de ti prosentene av husholdningene med høyest finansformue i 2004. Deretter er de samme husholdningene fulgt fram til 2007

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

for perioden 2005–2007. Perioden er for kort til å dekke alle årene med variasjoner i aksjeutbytte. Vi får likevel data for begge periodene, både før og etter innføringen av skatt på aksjeutbytte. Vi har ett år med høyt aksjeutbytte uten skattlegging (2005) og to år med lavt aksjeutbytte (2006 og 2007) på grunn av skattlegging.

Desil 10 mottok over 90 prosent av de høye aksjeutbytene både i 2004 og 2005, se figur 11. Det betyr at desil 10 er den aktuelle gruppen når vi vil undersøke endringer i nettofinansinvesteringer som følge av beskatningen av aksjeutbytte.

Fordelingen av finansformue blant norske husholdninger er ujevn. Det er høy konsentrasjon av finansformue i desil 10. Om lag 70 prosent av husholdningenes samlede finansformue i 2004 eies av desil 10 (figur 11). Konsentrasjonen av enkelte finansposter er enda høyere. Desil 10 står for 90–95 prosent av den samlede beholdningen av ikke VPS-registrerte aksjer, utenlandske bankinnskudd

og verdipapirer og utestående fordringer. Gruppen har også en høy andel av beholdningen av VPS-registrerte aksjer.

Sammensetningen av finansformuen i desil 10 avviker fra sammensetningen for resten av husholdningene, se figur 12. En større andel av finansformuen i desil 10 er plassert i ikke VPS-registrerte aksjer og en mindre andel i bankinnskudd.

Det er flere særtrekk ved nettofinansinvesteringene i desil 10. For det første er det et skift i nettofinansinvesteringene i 2006, etter innføringen av skatt på aksjeutbytte, se figur 13. Nettofinansinvesteringene i desil 10 øker betydelig i 2006. Finansformuen går opp, mens gjeldsopptaket avtar. Sammensetningen av økningen i finansformue endrer seg også i 2006, se figur 14. Mens utestående fordringer utgjør mesteparten av økningen i finansformue i 2005, er det ikke VPS-registrerte aksjer og bankinnskudd som dominerer bildet i 2006 og 2007.

Utestående fordringer begynner å avta fra og med 2006, trolig som følge av tilbakebetaling av lån fra bedriftene til eierne av ikke VPS-registrerte aksjer.

For det andre er utviklingen i nettofinansinvesteringer i desil 10 forskjellig fra utviklingen hos resten av husholdningene (figur 13). Mens nettofinansinvesteringene i desil 10 er positive i 2005–2007, er de negative for de andre husholdningene. Nettofinansinvesteringene i desil 1–9 faller brått i 2006 og avtar videre i 2007. Den bedringen i husholdningenes samlede nettofinansfinansieringer som aggregerte mikrodata viser for 2007 (se figur 2) er dermed begrenset til de mest formuende husholdningene (desil 10).

For det tredje står desil 10 for en stor andel av den samlede økningen i enkeltposter. Desil 10 står for en stor og økende andel av veksten i finansformue, men for en lav andel av gjeldsveksten, se tabell 1. Det betyr at desil 10 trekker opp husholdningenes samlede nettofinansinvesteringer. Nivået på de samlede nettofinansinvesteringene vil imidlertid bestemmes av nettofinansinvesteringene i de andre gruppene. Hvorvidt de samlede nettofinansinvesteringene er positive eller negative, vil avhenge av hvor mye gjelden i de andre gruppene enn desil 10 vokser.

Konklusjonene i dette kapitlet er utledet på bakgrunn av data for en begrenset periode (2004–2007). Denne perioden er også preget av skattetilpasninger. Hvorvidt husholdningene i desil 10 har hatt samme betydning for de samlede nettofinansinvesteringene i tidligere perioder, og hvilken rolle de kan ha fremover, er vanskelig å si. Konklusjonene er videre avhengige av størrelsen på transaksjoner i ikke VPS-registrerte aksjer, som kan være krevende å beregne.

Tabell 1 Økning i finansformue korrigert for kursgevinster og -tap og økning i gjeld hos husholdningene i desil 10 etter finansformue.¹ Prosent av samlet økning hos husholdningene. 2005–2007

	2005	2006	2007
Kontanter og innenlandske innskudd	-39	28	32
Utenlandske innskudd og obligasjoner	45	64	60
Norske obligasjoner	73	59	57
VPS-registrerte aksjer og verdipapirer	69	67	64
Ikke VPS-registrerte aksjer	19	84	86
Utestående fordringer	74	113	160
Andre fordringer	64	69	52
Finansformue	36	57	62
Gjeld	18	11	6

¹ Desil 10 er definert som de ti prosentene av husholdningene med høyest finansformue i 2004. Deretter er de samme husholdningene fulgt fram til 2007.

5. Oppsummering

Nettofinansinvesteringer er en viktig del av husholdningenes sparing. Uansett motivene bak dem, viser de om husholdningene bygger opp finansielle buffere som kan brukes til å møte økonomiske forstyrrelser. Både inntektsregnskapet og finansregnskapet gir anslag for nettofinansinvesteringer basert på makrodata. I denne artikkelen har vi presentert en alternativ måte å beregne husholdningenes nettofinansinvesteringer på: med utgangspunkt i mikrodata. Dette gjør det mulig å se på tilpasningen i ulike grupper av husholdninger.

Nettofinansinvesteringene basert på mikrodata viser en lignende utvikling som de i finansregnskapet, særlig fram til 2001. I perioden 2002–2005 er nettofinansinvesteringene ut fra mikrodata lavere enn fra makrodata. At de er forskjellige, har trolig sammenheng med uttak av høye aksjeutbytter som følge av skattetilpasninger. De høye aksjeutbytterne i denne perioden stammer spesielt fra aksjer som ikke er registrert i Verdipapirsentralen. Det er betydelig usikkerhet knyttet til beregningen av investeringer i denne posten både i makrodata og i mikrodata. Derfor er anslagene for de samlede nettofinansinvesteringer fra mikrodata, men også fra makrodata, usikre i denne perioden.

Under bankkrisen på slutten av 1980-tallet betalte husholdningene ned gjeld. Husholdningenes sparerate snudde fra negative til positive verdier, drevet hovedsakelig av høyere nettofinansinvesteringer. Mikrodata viser at særlig husholdningene i gruppen 35–44 år bidro til bedringen i nettofinansinvesteringer.

Husholdningenes nettofinansinvesteringer har falt betydelig de siste årene. Mikrodata indikerer at nedgangen ikke er begrenset til en spesiell aldersgruppe. Nettofinansinvesteringene har avtatt i de fleste aldersgruppene. For gruppen 35–44 år er bedringen i nettofinansinvesteringene fra begynnelsen av 1990-tallet reversert. Denne aldersgruppen har gjenopptatt sin vanlige tilpasning med negative nettofinansinvesteringer. Også husholdningene over 44 år, som stort sett har pleid å ha positive nettofinansinvesteringer, har endret tilpasning. For disse husholdningene har nettofinansinvesteringene avtatt og til og med blitt negative i enkelte år. Det er imidlertid en tendens til høyere nettofinansinvesteringer igjen i flere aldersgrupper i 2007.

Mikrodataene antyder at det er noen grupper av husholdninger som kan påvirke de samlede nettofinansinvesteringer i betydelig grad. En slik gruppe er de ti prosentene av husholdningene med høyest finansformue. Disse husholdningene eier en stor del av enkelte poster av den samlede finansformuen, spesielt aksjer som ikke er registrert i Verdipapirsentralen. Denne gruppen stod for mesteparten av de ekstraordinært høye aksjeutbytterne

i 2004 og 2005 og trakk opp de samlede nettofinansinvesteringene. Bedringen i de samlede nettofinansinvesteringene i 2007 er derfor begrenset til husholdningene med høyest finansformue. For de andre husholdningene, dvs. for flertallet av befolkningen, falt nettofinansinvesteringene i 2005–2007.

Referanser

Bø, Olav, Jon Ivar Røstadsand og Espen Tørum (2003): «Hvor pålitelige er dagens finansielle makroindikatorer», *Penger og Kreditt* 3/2003, s. 154–162

Finansiell stabilitet 2/2003, Norges Bank

Finansiell stabilitet 1/2004, Norges Bank

Finansiell stabilitet 2/2005, Norges Bank

Jacobsen, Dag Henning og Bjørn E. Naug (2004): «Hva påvirker gjeldsveksten i husholdningene», *Penger og Kreditt* 2/2004, s. 91–98

Riiser, Magdalena D. og Bjørn Helge Vatne (2006): «Utviklingen i husholdningenes gjeld. En analyse av mikrodata for perioden 1986–2003», *Penger og Kreditt* 1/2006, s. 22–29

Statistisk sentralbyrå (2009): *Økonomiske analyser* 1/2009

Vedlegg: Hvordan beregner vi nettofinansinvesteringer

Det er to metoder for beregning av nettofinansinvesteringer. Disse brukes i makro i henholdsvis institusjonelt nasjonalregnskap (inntektsregnskapet) og i finansregnskapet. I inntektsregnskapet er husholdningenes sparing definert som inntekter fratrukket konsum. Nettofinansinvesteringer beregnes som differansen mellom sparing og nettokapitaloverføringer på den ene siden og netto realinvesteringer på den andre siden.

Finansregnskapet inneholder data for beholdningen av ulike formuesobjekter og gjeld. Endringer i beholdningen av et formuesobjekt består av transaksjoner og omvurderinger. For eksempel vil økte aksjekurser gi en omvurdering av verdien av beholdningen av aksjer for en aksjeeier. Salg eller kjøp av aksjer vil derimot representere en transaksjon. Transaksjoner i finansformue fratrukket transaksjoner i gjeld gir nettofinansinvesteringer.

Mikrodataene inneholder opplysninger om ulike finansposter. Det er derfor naturlig å bruke en lignende metode som i finansregnskapet for å beregne nettofinansinvesteringer. Dette innebærer at vi anslår transaksjoner i ulike finansposter, dvs. økning i finansformue og gjeld korrigert for kursgevinster og kurstap.

Som nevnt ovenfor er det viktig å skille mellom transaksjoner og omvurderinger. På noen poster kan omvurderingene være store. Slike poster er verdipapirer og poster i utenlandsk valuta (utenlandske verdipapirer, bankinnskudd og gjeld). Beløpene i selvangivelsen er oppgitt i norske kroner og ikke i valuta. Derfor er det ikke mulig å beregne omvurderinger som følge av endringer i valutakurser, dvs. omvurderinger på poster i utenlandsk valuta. Når det gjelder verdipapirer i kroner, har vi prøvd to alternative metoder:

Den første metoden tar utgangspunkt i finansregnskapet. Vi beregner forholdet mellom transaksjoner og beholdning i de to postene obligasjoner og aksjer registrert i Verdipapirsentralen (VPS-registrerte aksjer). Dette forholdstallet bruker vi til å anslå transaksjoner i de to postene i mikrodataene. Mikrodataene omfatter husholdninger, mens finansregnskapet inneholder opplysninger for husholdninger²² og for ideelle organisasjoner. I bereg-

ningene har vi brukt data for husholdninger og ideelle organisasjoner fra finansregnskapet fram til 1995, og data bare for husholdninger fra 1995. Ettersom opptjening av pensjonsrettigheter ikke er med i mikrodataene, utelater vi posten kollektive forsikringskrav i finansregnskapet ved beregningen av nettofinansinvesteringer.

Den andre metoden beregner omvurderinger av VPS-registrerte aksjer ved hjelp av utviklingen i hovedindeksen på Oslo børs som er skjøtt på med totalindeksen f.o.m. 2001. De anslåtte nettofinansinvesteringene ut fra mikrodataene ved de to alternative metodene avviker ikke så mye fra hverandre.²³ Ettersom vi får beregnet transaksjoner i en ekstra post (obligasjoner) med den første metoden, velger vi i artikkelen å bruke den første metoden, dvs. forholdet mellom transaksjoner og beholdning for obligasjoner og aksjer registrert i Verdipapirsentralen fra finansregnskapet. For de andre postene beregnes transaksjonene som endring i beholdningen mellom to år.

Aksjer ikke registrert i Verdipapirsentralen (ikke VPS-registrerte aksjer) utgjør en stor del av husholdningenes formue. Det er vanskelig å få data for markedsverdien eller for transaksjoner for denne posten. Finansregnskapet fører for eksempel ikke VPS-registrerte aksjer til pålydende verdi, mens mikrodataene angir likningsverdi.²⁴ I våre beregninger er transaksjoner i ikke VPS-registrerte aksjer beregnet som endringen i beholdningen mellom to år.

For å beregne nettofinansinvesteringene i hver husholdning bør vi kjenne til transaksjonene i de ulike postene i finansformue og gjeld til hver husholdning. Sammenstillingen av verdipapirer er unik for hver husholdning. Derfor er denne oppgaven ikke mulig å gjennomføre.²⁵ Derimot er det mulig å bruke de samlede transaksjonene for å anslå transaksjonene for en større gruppe husholdninger. Dette reduserer risikoen for feil. I dette arbeidet har vi konsentrert oss om å undersøke nettofinansinvesteringer i grupper av husholdninger og ikke i individuelle husholdninger.

²² Husholdninger i finansregnskapet er et bredere begrep enn husholdninger i mikrodata. Husholdninger i finansregnskapet omfatter enkelthusholdninger/fysiske personer, personlige foretak og borettslag.

²³ Nettofinansinvesteringene beregnet ved hjelp av hovedindeksen og totalindeksen er noe mer volatile enn de som er beregnet på bakgrunn av forholdet mellom transaksjoner og beholdning i finansregnskapet. Videre omfatter totalindeksen aksjeutbytte i tillegg til kursendringer, noe som er en ulempe når vi skal anslå omvurderinger.

²⁴ I perioden med ekstraordinært høye aksjeutbytter som følge av skattetilpasninger inneholder finansregnskapet tall for transaksjoner i ikke VPS-registrerte aksjer. Disse følger imidlertid ikke fra de vanlige statistikkildene for finansregnskapet, men er basert på beregninger med utgangspunkt i skattestatistikk. Anslagene er derfor beheftet med usikkerhet.

²⁵ Slike øvelser kan gjennomføres på data fra spørreundersøkelser for individuelle husholdninger

Tabell 2 gir en oversikt over postene i mikrodata og i finansregnskapet (makrodata) for 2007. «Andre fordringer» i mikrodata er definert som premiefond, livsforsikringspoliser og andeler av boligselskaps annen formue enn likningsverdi. Posten «Annen skattepliktig formue» i selvangivelsen er ikke tatt med i finansformuen i mikrodata, ettersom den ser ut til å omfatte først og fremst realkapital. Selv om vi ikke kan utelukke at posten inkluderer noen formuesobjekter, særlig på 1980-tallet og tidlig på 1990-tallet, omfatter den i hovedsak objekter som travhester, kunst, antikviteter, andre verdifulle gjenstander og fra 2006 rettigheter knyttet til skogeiendommer – som jakt-, fiske- og utleierettigheter og lignende. De sistnevnte inngikk tidligere i realformuen, mer presist i formuesverdien for skogen. For definisjon av postene i finansregnskapet, se SSBs statistikk.

Tabell 2 Husholdningenes finansformue og gjeld. 2007. Milliarder kroner

	Mikrodata	Finansregnskap ¹
Kontanter og bankinnskudd	666	695
Obligasjoner	32	22
VPS-registrerte aksjer og verdipapirer	182	244
Ikke VPS-registrerte aksjer	420	132
Utestående fordringer	116	64
Andre fordringer	66	471
Finansformue	1 482	1 628
Gjeld	1 796	1 948

¹ Husholdninger utenom ideelle organisasjoner og eksklusive kollektive forsikringstekniske reserver