

Opsparing og finansieringskanaler

Alexander Schaumann

Baltica Finans A/S

SUMMARY: Private savings are fluctuating, savings for pension purposes being a stabilizing factor. The tax reform to be implemented will reduce incentives to join a pension-scheme. A marked increase in pension-schemes and contributions – partly seen as substitute for taxes – is not likely, unless it is enforced by legislation. The channels of business financing are characterized by a changing and flexible pattern – with share capital emerging as a source of finance, being insignificant earlier. Institutional set up is important in relation to allocation of capital.

Den private opsparing

Set over en længere årrække udviser den private sektors opsparing en forholdsvis jævn og stabil udvikling sammenlignet med de øvrige dele af den samlede opsparings- og investeringsbalance.

Denne stabilitet dækker imidlertid over store forskydninger i sammensætningen af den private opsparing. Med forbehold for det usikre talgrundlag på dette område kan opsparingsmønstret for de senere år vel sammenfattes derhen,

- at selskabsopsparingen efter nogle drøje år i 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne nu viser en fremgang, som kan forventes at fortsætte, omend beløbsstørrelserne absolut set ikke er imponerende,
- at der har været en kraftig stigning i pensionsopsparingen, som nu må forventes at flade ud, hvis der ikke gøres noget, og
- at den øvrige private opsparing er stærkt vigende, hvilket er en sandsynlig realitet og ikke kun en følge af, at der – som tallene er beregnet – er tale om en reststørrelse.

For talmæssige oplysninger om den private opsparing og sammensætningen heraf henvises til tabel 1.

Skal den private opsparing forøges og indgå som et stabilt element, der kan regnes med i den økonomiske styring – som alternativ til offentlig opsparing, eller mere direkte udtrykt som skatteaflastning – må det være pensionsopsparingen, der trækker læsset.

Når pensionsopsparingen som nævnt må ventes at flade ud, hvis der ikke gøres noget for at stimulere denne, hænger det sammen med de senere års indgreb overfor denne del af opsparingen – med realrenteafgiften som det mest dominerende eksempel, men ikke det eneste – og skattereforens virkninger på den anden side.

Tabel 1. Den private sektors opsparing.

Mia. kr.	SKØN					
	1977	1979	1981	1983	1985	1987
Selskabsopsparing ^(a)	5,9	7,0	9,7	14,5	19,2	22,5
Pensionsopsparing	10,4	17,7	24,1	33,6	36,9	34,6
Øvrig privat opsparing	6,2	0,3	0,6	15,7	7,9	9,5
I alt	22,5	25,0	34,4	63,8	64,0	66,6

Note: (a) Opgjort netto for bogførte afskrivninger.

Kilde: Det økonomiske Råd, Dansk Økonomi, december 1985.

Efter den 1. januar 1987 vil incitamentet til at spare op i pensionsordninger fremfor at spare op i helt privat regi blive mærkbart reduceret, idet en skatteprocent på 50–56% for kapitalindkomst hos den enkelte kan sammenholdes med en realrenteafgift af pensionsopsparringsafkast, der med de kommende års udsigt til lav inflation vil bevæge sig op på samme niveau eller endog oppe omkring 60%. Ved realrenteafgiftens fødsel var den idé fremme, at afgiftssatsen burde maksimeres til 50%. Denne idé er ikke blevet ringere, men mere aktuel, og en sådan regel ville stemme godt overens med skattereformens satser og selskabsskatteprocenten på 50.

Det er ikke hensigten med disse bemærkninger at argumentere for en tilbagevenden til tidligere tiders markante skattesubsidiering af pensionsopsparingen og af den øvrige kontraktlige opsparing med lang bindingsperiode. Det er en dyr måde at stimulere opsparing på, fordi renteelasticiteten er ringe. (Forøgelsen af den private opsparing vil med andre ord være beskeden, og formentlig mindre end det tab i skatteprovenu, der følger af denne model). Samtidig er det mindre hensigtsmæssigt ud fra et fordelingsmæssigt synspunkt, da det vil favorisere de i forvejen velbjærgede, der har særlige muligheder for at omlægge opsparingen til subsidierede ordninger.

Derimod fører ovenstående betragtninger efter min opfattelse til den konklusion, at en (ønskelig) forøgelse af den private opsparing i form af pensionsopsparing kun kan sikres gennem lovgivning, hvis det størrelsesmæssigt skal batte noget. Det kan sammenfattes som: Tvungne pensionsbidrag i stedet for skatter.

Pensionsformuer og placeringsmønster

I løbet af de sidste 10 år (her illustreret med tal for årene 1975 til 1984, se tabel 2) har der været en gennemsnitlig årlig vækst i pensionsformuerne på omkring 20%. I forsikringsselskaber og pensionskasser incl. ATP og LD (Lønmodtagernes Dyrtidsfond) er formuerne vokset med 19% p.a., mens de (især tidligere) begunstigede opspæringskonti i pengeinstitutter har vist en noget stærkere vækst på 23% p.a.

Placeringsmønsteret for disse formuer er fortsat domineret af obligationer, men der

Tabel 2. Forsikrings- og pensionsformuens placering.

	1975		1984		Årlig tilvækst 1975-84
	Mia. kr.	Pct.	Mia. kr.	Pct.	Pct. p.a.
Kasse- og penge- institutindskud	1	2	4	2	17
Obligationer	36	74	188	77	20
Aktier	3	6	23	9	25
Udlån	7	14	21	9	13
Fast ejendom	2	4	7	3	15
I alt	49	100	243	100	19
Særlige indlån i pengeinstitutter (inkl. depotkonti)	9		58		23

Anm.: Tabellen omfatter forsikringselskaber, pensionskasser, ATP og LD samt indskud i pengeinstitutter på kapitalpensions-, børneopsparings-, selvponserings- og indekskonti.

Kilde: Tilsynet med banker og sparekasser, Banker og Sparekasser, Beretninger om bankers og sparekassers virksomhed. Danmarks Nationalbank, Beretning og regnskab, Danmarks Statistik, Statistiske Efterretninger, Arbejdsmarkedets Tillægspension, Beretning og regnskab, Lønmodtagernes Dyrstidsfond, Årsberetning og regnskab.

kan dog konstateres en stigende aktieandel – fra 6% til 9% i forsikringselskaber og pensionskasser m.v. jvf. tabel 2. Det skal indskydes, at denne stigning kun i begrænset omfang kan tilskrives stigende aktiekurser for »gamle« beholdninger, da aktier i de her nævnte institutioner i overvejende grad bogføres til anskaffelseskurser eller kurser dateret før aktieboomet satte ind i 1982–83. Tallene markerer således en reel forskydning i placeringsmønstret over mod aktier, som er fortsat i 1985 og også i afdæmpet takt må forventes at gøre sig gældende i årene fremover – med de aktuelle kursrelationer mellem danske og udenlandske aktier dog således, at der må ventes en øget interesse for at placere en del af aktieinvesteringerne i udlandet.

Selvom realrenteafgiften på obligationer og pantebreve ikke er den eneste forklaring på, at pensionsmidler i øget omfang er blevet placeret i aktier, kan det næppe vække til modsigelse at sammenfatte udviklingen således: Efter flere års – i det store hele forgæves – politisk pres for at få pensionsmidlerne dirigeret over i aktive placeringer, for hermed at stimulere erhvervene og den produktionsvækst, som i sidste ende er forudsætningen for at pensioner til sin tid kan udbetales med nogen købekraft i behold, kom realrenteafgiften med det økonomiske incitament, eller rettere den forringelse af alternativplaceringer, der gjorde investering i aktier attraktiv.

Disse ændrede vilkår for pensionsmidlernes placering har med den tidligere gennemførte 3-årsregel for aktier (skattefrihed for realiserede kursavancer efter 3 års besiddelse), de senere års gunstigere udsigter for virksomhedsindtjeningen og rentefaldet

tilsammen bevirket, at det danske aktiemarked nu er blevet en finansieringskilde af betydning.

Investering i fast ejendom var – kan vi nu konstatere – fritaget for realrenteafgift for bindende aftaler indgået inden den 12. marts 1986, og vil herefter kun være det for relativt beskedne kvoter de kommende år.

Fritagelsen for realrenteafgift var begrundet i ønsket om at stimulere byggeriet og standse beskæftigelsesnedgangen i byggebranchen. I modsætning til hvad der gælder for aktier, hvor der er 50% skat i selskabet, er fritagelsen for fast ejendom imidlertid ikke logisk sammenhængende med skatte- og afgiftssystemet i øvrigt. Det var derfor at vente, at fritagelsen måtte høre op på et eller andet tidspunkt. »Moren har gjort sin pligt, moren kan gå« synes at være den politiske morale i denne sag. I øvrigt har der nok været overdrevne forestillinger om pensionsmidlernes størrelsesmæssige betydning som gæsteoptræder på ejendomsmarkedet de senere år. De afgiftspligtige institutioners investeringer i fast ejendom, såvel i nyt byggeri som køb af eksisterende ejendomme, svarer kun til 2,3% af de samlede investeringer i nybyggeri i 1984, og vel det dobbelte i 1985.

Med de allerede kontraherede byggerier og kvoterne i tillæg vil der blive investeret omkring 2,5 mia. kr. i 1986 og (højst) 2 mia. kr. i 1987 i afgiftsfrit byggeri. Efter de nu vedtagne regler for afgiftsberegningen af fast ejendom, hvor stigningen i kontantvurderingen indgår i afgiftsgrundlaget, men uden at der indrømmes fradrag for forskellen mellem anskaffelsessum og kontantvurdering, vil der ikke blive bygget afgiftspligtigt for pensionsmidler, medmindre det sker ved et uheld (overskridelse af kvote). Med reference til tabel 2 vil den andel af forsikringssekskabers og pensionskassers formue, der er anbragt i fast ejendom, højst nå 5% for derefter at stagnere eller aftage.

Formuesammensætningen i den øvrige private sektor

Sammenligner vi placeringsmønstret i forsikringssekskaber og pensionskasser med aktivsammensætningen i de private husstande, er det næppe overraskende, at fast ejendom tegner sig for halvdelen af husstandsformuen (se tabel 3). Efter Island skulle vi være det land, hvor ejerboliger er mest udbredt. Derimod er det måske overraskende at direkte aktiebesiddelse allerede i 1982 tegnede sig for 4% af husstandsformuen. Senere tal vil givetvis bekræfte en væsentlig stigning.

Erhvervenes finansieringskilder

Aktiemarkedets stigende betydning som finansieringskilde kan godt registreres, når vi ser på det samlede billede over erhvervsvirksomhedernes finansieringskilder (se tabel 4). Men der er andre markante træk, som fortjener en kommentar.

Med henvisning til tabel 4 kan det således konstateres, at der har været et klart opsving i erhvervenes bruttolåntagning gennem realkreditinstitutterne og FIH i 1984 og

Tabel 3. *Den private sektors formuesammensætning*

Pct.	Fors.selskaber og pensionskasser m.v.	Aktie- selskaber	Husstande
Kasse- og penge- institutindskud	2	5	11
Obligationer	77		8
Aktier	9	17 ^(a)	4
Udlån	9	31 ^(b)	5 ^(c)
Fast ejendom	3	13	49
Andet	-	34 ^(d)	23 ^(e)
I alt	100	100	100

Noter:(a) Værdipapirer. (b) Fordringer. (c) Pantebreve. (d) Lagre, igangværende arbejder, patent og maskiner. (e) Herunder erhvervsformue.

Kilder: Forsikringsselskaber m.v.: se note til tabel 2.

Aktieselskaber: Danmarks Statistik, Statistiske Efterretninger (regnskabsstatistik 1982).

Husstande: Danmarks Statistik, Statistiske Efterretninger (selvangivelsesundersøgelse 1982).

især i 1985. Dette har sin naturlige forklaring i obligationsrentefaldet og aktivitetsstigningen. Endnu mere markant er væksten i udenlandske finanslån, der efter lempelserne i adgangen til at optage finanslån fra maj 1983 og stimuleret af stigende tiltro til den ændrede kronkurspolitik, nu tegner sig for over halvdelen af bruttolåntagningen excl. indenlandske pengeinstitutudlån, og godt 40% af bruttolåntagningen incl. indenlandske pengeinstitutudlån.

Lån på subsidierede eller rentelettede vilkår, der i højrenteårene i begyndelsen af 1980'erne kom til at udgøre en betragtelig andel af bruttolåntagningen, er derimod nu af aftagende betydning.

Det skal indskydes, at når forsikringsselskaber og pensionskasser talmæssigt næsten ikke er til at få øje på i tabel 4, så skyldes det, at opgørelsen kun omfatter direkte lån til erhverv, og ikke den væsentlige indirekte finansiering via aktie- og obligationskøb.

De store forskydninger i størrelsen og sammensætningen af erhvervenes bruttolåntagning kan tages som et tegn på den fleksibilitet og tilpasningsevne, der kendetegner det finansielle system.

Hermed være dog ikke sagt, at der i dag er den brede vifte af finansieringskanaler, som kan tilfredsstille ethvert rimeligt behov ud fra en erhvervssynsvinkel, eller at systemet ikke kan blive mere effektivt fremover.

Tabel 4. Erhvervsvirksomhedernes registrerede bruttolåntagning fra hovedkreditkilder samt aktieemissioner.

Mia kr.	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Realkreditinstitutter	9,2	9,7	8,2	6,0	4,1	6,8	9,4	22,9
FIH	0,2	0,2	0,3	0,2	0,5	0,8	1,8	2,9
Fiskeribanken	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4
Forsikringsselskaber og pensionskasser	0,2	0,5	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	(0,5)
ATP og LD	-	-	0,2	0,3				
Aktieemissioner ^(a)	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	1,4	3,2	3,0
Bruttolåntagning og aktieemissioner på inden- landske markedsvilkår	10,0	10,7	9,4	6,8	5,3	9,6	15,2	29,7
Udenlandske finansielle lån	5,0	7,2	4,5	2,5	1,9	11,7	20,1	46,6
Skibskreditfonden	2,4	1,8	2,1	3,5	4,4	5,4	4,1	4,2
Eksportfinansieringsfonden	0,9	1,0	1,1	2,3	2,4	2,8	2,8	1,9
K-lån	0,4	1,1	1,5	2,3	2,1	1,3	0,7	-
Statslån	0,6	0,6	0,7	1,0	1,2	1,3	1,3	1,3
Bruttolåntagning på rentelette vilkår	4,3	4,5	5,4	9,1	10,1	10,8	8,9	7,4
Bruttolåntagning og aktieemissioner i alt	19,3	22,4	19,3	18,4	17,3	32,1	44,2	83,7
Beregnet bruttolåntagning i pengeinstitutterne ^(b)	-	-	-	14-19	19-24	16-22	22-29	24-31

Noter: (a) Ekskl. banker. (b) Gennemsnitlig løbetid forudsat 8 henholdsvis 5 år.

Kilde: Finansielle institutioner og markeder, Kbh. 1984. Danmarks Nationalbank, Beretning og regnskab. Finansministeriet, Budgetredegørelse. Københavns Fondsbørs, Årsrapport. Danmarks Statistik, Statistiske Efterretninger. Arbejdsmarkedets Tillægspension, Beretning og regnskab. Lønmodtagernes Dyrtidsfond, Årsberetning og regnskab.

Det er med nogen ret blevet fremhævet, at små virksomheder kan have vanskeligheder ved at få tilført risikovillig kapital, at finde frem til de rette finansieringskanaler og at honorere de krav m.h.t. regnskab, budget og styring, der stilles i en kapitaltilførselsituation.

Kapitalformidlingselskaber (og børs 3) har hjulpet noget på denne situation, men venture capital er fortsat et område, der bør udvikles fremover.

Som tidligere nævnt fungerer aktiemarkedet nu i stigende grad som betydende finansieringskilde. De ændringer, der lægges op til i forbindelse med børsreformen, vil kunne skabe de tekniske og etiske forudsætninger for en fortsættelse af denne tendens.

Afslutning

Opsparingen må i vejret, hvis der skal »skaffes plads« til fremtidige investeringer, samtidig med at betalingsbalanceunderskuddet reduceres.

Efter skattereformen inddrages nye områder under beskatning – og der tilvejebringes et skattesystem med langt mindre asymmetri, således at de forvriddende virkninger på de finansielle markeder mindskes.

Den nødvendige opsparingsfremgang kan ikke hensigtsmæssigt ske over de offentlige finanser. Blandt argumenterne herfor er også udsigterne til en vis harmonisering af skatte- og afgiftsniveauer i EF.

Det retter interessen mod en øget, stabil og langsigtet pensionsopsparing.

Af særlig interesse i denne sammenhæng er LO's forslag til en arbejdsmarkedspension fordi forslaget omfatter brede grupper – de 1,5 mio. uden anden pension end folkepension og ATP – og store beløb.

Som før nævnt vil det snævre økonomiske incitament til at vælge pensionsopsparingsordninger fremfor egen opsparing stort set forsvinde de kommende år.

Lægges hertil de fradrag, som med de gældende regler vil ske i en lavtlønnet pension som følge af bortfald af offentlige tilskud til pensionister, bliver det ikke nemt at argumentere for frivillige pensionsordninger for disse grupper.

Tilsvarende svært bliver det at komme uden om lovgivning – herunder lovmæssigt fastsatte stigende pensionsbidrag – hvis der skal tilvejebringes en vægtig pensionsopsparing, som netto giver et løft i den private opsparing, jf. også artiklens indledende bemærkninger herom.

Her kan dog tænkes mange andre konkrete udformninger end LO-forslaget. Lovmæssigt fastsatte minimumspensionsbidrag, men valgfrihed for den enkelte til at vælge pensionsordning (hvor pengene forvaltes) er en af de mere tiltalende. På placerings-siden ville dette opretholde det element af konkurrence, der på længere sigt er en afgørende faktor for den mest hensigtsmæssige allokering af de opsamlede kapitaler. Et minus ud fra hensynet til erhvervsudviklingen på længere sigt kunne ved denne model dog ligge deri, at risikovilligheden ved placeringen af midlerne blev for lille, således at forskningsintensive og små nye virksomheder ikke fik den tilstrækkelige prioritering. Men dette (eventuelle) problem kunne der også tænkes løsninger på.

Afsluttende skal jeg bemærke, at pensionsreformer og overskudsdelingsordninger efter min opfattelse ikke bør sammenblandes. Nok har begge sammenhæng med lønfastsættelsen, men ordningerne har herudover forskelligt sigte og karakter.