

Pensionskasser og forsikrings-selskabers køb af udenlandske aktier og obligationer ingen trussel mod dansk økonomi*

Indledning

Danmark har traditionelt underskud på betalingsbalancens løbende poster, som omfatter samhandelen med udlandet med varer og tjenester samt overførsler i form af renter og udbytte, betalinger i kraft af EF-medlemskab og ulandsbistand. Den politik, der har været ført på det udenrigsøkonomiske område, har alligevel været meget omskiftelig. I denne artikel er hovedsigtet at belyse den ændrede politik på valutabestemmelsesområdet, som er gennemført i den seneste tid.

Som en baggrund for drøftelsen af liberaliseringen gives en kort omtale af betalingsbalancen og dens betydning i afsnit 1. Der argumenteres for, at et underskuds betydning afhænger stærkt af den pengepolitik og økonomiske politik i det hele taget, som føres. Hvis det er en given sag, at betalingsbalanceunderskuddet finansieres af den private sektor, er der ikke tale om noget balanceproblem. Derimod kan der knytte sig betydelig usikkerhed til en situation, hvor underskuddet finansieres gennem offentlig kapitalimport.

Afsnit 2 om kapitalbevægelser og især danske porteføljeinvesteringer i udlandet bygger i det væsentlige på en forudsætning om, at den nuværende valutapolitik fastholdes. Den defineres som en målsætning om en uændret kroneværdi af D-marken. Under denne forudsætning synes de liberaliserede kapitalbevægelser at udgøre en rimelig udvidelse af de finansielle investorers valgmuligheder. Det undersøges, om fordelene ved placering i aktier for pensionskasser og livsforsikrings-selskaber som følge af realrentebeskatningsloven indebærer nogen modifikation af hovedsynspunkterne.

1. Betalingsbalancen

1.1. Hovedtræk af betalingsbalance-udviklingen.

Danmark har så at sige uafbrudt haft underskud på betalingsbalancens løbende poster siden 1959. Der har været svingninger, ret store, fra år til år i underskuddets størrelse. Nogle enkelte gange har et hurtigt fald i den indenlandske efterspørgsel givet kortvarig balance, men strukturelt har der til stadighed været tale om en underskudssituation.

Betalingsbalanceunderskuddet har imidlertid ændret karakter i de senere år, således at det af flere årsager er blevet betragtet som alvorligere end tidligere, det vil sige årene til og med 1973.

*Institut for Nationaløkonomi
Handelshøjskolen i København*

Hvis Danmark fra 1976 og fremefter skulle have realiseret fuld beskæftigelse, ville underskuddet være blevet betydeligt større. En mere ekspansiv økonomisk politik med øget beskæftigelse og produktion til følge ville have øget importen. Eksporten må samtidig antages at ville have været stort set den samme. Det potentielle betalingsbalanceunderskud ved fuld beskæftigelse har altså været betydeligt større end de realiserede underskud.

Betalingsbalanceunderskuddene betyder, at der oparbejdes en gæld til udlandet. Hvis den udenlandske realrente er negativ eller tæt på nul, er selve gælden imidlertid ikke nogen stor belastning. Realgælden vokser ikke »af sig selv«, men kun i det omfang de årlige underskud overstiger renterne til udlandet. I slutningen af 1970'erne voksede realrenten i udlandet. For første gang i efterkrigstiden blev rentebetalingerne til udlandet en alvorlig belastning.

Endelig er der sket en sektorforskydning i betalingsbalanceunderskuddet. Tidligere kunne man uden at lave nogen fejl af betydning henføre hele underskuddet til den private sektor. Under konjunkturtilbageslaget er statens gæld til udlandet vokset stærkt, hvilket har medført

store rentebetalinger. Herudover har staten løbende betalinger til udlandet, især i forbindelse med bistandshjælp til udviklingslande. I 1982 nåedes et vendepunkt. Taget for sig havde den private sektor balance. Linien fortsættes i 1983 med et overskud for den private sektor. Det offentliges underskud på de løbende udlandsbetalinger oversteg således Danmarks samlede betalingsbalanceunderskud. Problemet med statens udlandslåntagning og de dermed følgende rentebetalinger er bl.a., at den markedsræssige kontrol med rentabiliteten i lånenes anvendelse bliver usikker.

1.2. Finansieringen af betalingsbalanceunderskuddet.

Et underskud på betalingsbalancens løbende poster må finansieres gennem kapitalimport, privat og offentlig, samt forbrug af valutareserven. Tabel 1 belyser finansieringen af de store underskud, der har været siden 1976.

Det fremgår af tabellen, at der er betragtelige underskud hvert år, men lige så iøjnefaldende er det, at disse underskud svinger meget stærkt. Tabellens sidste søjle viser, at dette også er tilfældet realt set,

Tabel 1. Finansieringen af betalingsbalanceunderskuddet.

	Under- skud (1)	Privat kap. import (2)	(2) i % af (1) (3)	Offentlig kap. import (4)	Fald i valuta- reserven (5)	(1) i % af BNP
	Mill. kr.			Mill. kr.		
1976	13052	3161	24	10217	÷ 326	5,2
1977	12106	8906	74	9018	÷ 5818	4,3
1978	8345	5948	71	7885	÷ 5488	2,7
1979	16065	10859	68	5705	÷ 499	4,6
1980	13400	1351	10	10024	2025	3,6
1981	12270	÷ 2001	÷ 16	8880	5391	3,0
1982	18725	÷ 9356	÷ 50	25619	2462	4,0
1983	10785	557	5	17417	÷ 7189	2,1

Kilder: Nationalbankens kvartalsoversigt, maj 1984. (1) er fra side 15, (4) fra side 13 og fald i valutareserven fra side 15, sidste søjle med modsat fortegn. (2) er beregnet ud fra (1) = (2) + (4) + (5). BNP (bruttonationalproduktet i årets priser) er fra Danmarks Statistik.

altså når underskuddet ses i forhold til produktionens størrelse.

Kapitalimporttallene i tabel 1 er baggrunden for udviklingen i gælden over for udlandet i henholdsvis den private og den offentlige sektor. Dog er tallene i (2), (4) og (5) ikke korrigeret for kursreguleringer, så de udtrykker ikke direkte væksten i de tilsvarende beholdningsstørrelser regnet i kr.

1.3. Diskussion af betalingsbalanceunderskuddets betydning.

Det fremgår af søjle (3) i tael 1, at der har været ganske store ændringer i den måde betalingsbalanceunderskuddet er blevet finansieret på fra periode til periode. Disse ændringer har været snævert knyttet til beslutninger vedrørende pengepolitikken og også vedrørende balancen mellem denne politik og andre former for økonomisk politik.

For at få en opfattelse af, hvorledes underskuddet over for udlandet kan vurderes, er det nok lettest at begynde med at betragte en situation, hvor den private sektor er alene om at finansiere underskuddet. Sammenholdt med den faktiske udvikling for Danmark er dette naturligvis en hypotetisk situation. Samtidig er den rent private finansiering dog ikke stærkt forskellig fra, hvad der i perioder har været gældende. Op til konjunkturlageslaget i 1974 var der således overvejende tale om privat finansiering¹⁾. I årene 1977-79 var dette igen tilfældet, jvf. tabel 1. Det kan således ikke siges, at privat finansiering svarer til en ikke kendt form for bl.a. pengepolitik.

Med en *regel* om privat finansiering af betalingsbalanceunderskuddet må pengepolitikken være så stram, at virksomhederne frivilligt sørger for at opretholde den fornødne valutalikviditet. Det hænger igen sammen med, at økonomien er nødt til at have en primær likviditet især i

form af seddelomløb. Et underskud på betalingsbalancen forbruger primær likviditet. Det gælder, selv om det er staten, der står for underskuddet, forudsat at den dækker sig ind ved indenlandsk låntagning. Som compensation herfor må virksomhederne låne i udlandet. Den marginale indenlandske rente, altså renten for yderligere indenlandsk låntagning, må være så høj, at det også under hensyntagen til devalueringsforventninger er fordelagtigt at låne i udlandet.

Betalingsbalanceunderskuddet kan hævdes at være uden særlig betydning, når det finansieres af den private sektor²⁾. Gælden til udlandet er fordelt på private beslutningstagere, som hver for sig mener (i hvert fald på gældsstiftelsestidspunktet), at de kan forrente og tilbagebetale, hvad de har lånt. Det skulle ikke i gennemsnit kunne være noget misforhold mellem den realrente, som skal svares til udlandet, og rentabiliteten i den danske produktion, som finansieres i udlandet.

Hvis disse betragtninger er rimelige, kan det undre, at underskuddet på betalingsbalancen i så høj grad har påkaldt sig interesse i den økonomisk-politiske debat i Danmark, også før konjunkturlageslaget i 1974. Brutalt sagt er årsagen nok, at der igennem omkring et halvt århundrede er opbygget en modvilje overfor accept af mere uregulerede økonomiske markeds kræfter.

Sagen er, at den i sig selv problemfri private finansiering kan kræve en pengepolitisk stramning. Antages det, at virksomhedernes samlede gæld, står i et konstant forhold til nationalproduktet, medens udlandsgælden øges i forhold hertil, så kan en vis forøgelse af rentespændet (forskellen mellem renten i indlandet og udlandet) være nødvendigt. Med privat finansiering vil stramningen ske af sig selv.

Betalingsbalanceunderskuddet medfører en knaphed på primær likviditet, således at renten stiger. Denne udvikling fortsætter indtil der nås en balance, hvor låntagningen i udlandet opvejer valutaforbruget fra de løbende betalinger. Tilpasningen vil imidlertid ikke være et rent finansielt fænomen. Den højere rente og de tilsvarende stramme lånemuligheder kan, i hvert fald på kortere sigt, svække produktion og beskæftigelse.

Interessen eller bekymringen for betalingsbalanceunderskuddet har således nok i realiteten været en bekymring for den uønskede pengepolitiske stramning, som der efterfølgende (eller samtidigt) kunne blive behov for. Formuleret på den måde, giver underskuddet et uløseligt dilemma. Accepteres den pengepolitiske regel, går det ud over beskæftigelsen. Accepteres den ikke, dvs. at Nationalbanken holder renten nede, vil de private ikke låne i udlandet. Den offentlige sektor må overtage en større eller mindre del af låntagningen. Dette kan være problematisk, da der må være usikkerhed med hensyn til, om myndighederne vil iværksætte alternative politiske foranstaltninger for at korrigere den økonomiske udvikling. Sker det ikke kan devaluering- og inflationsforventninger blive forstærkede. Det kan blive vanskeligt at sige, hvor høj realrenten i Danmark egentlig er. Dermed bliver kontrollen af, om investeringerne i Danmark marginalt kan honorere den realrente, der lånes til i udlandet, tilsvarende usikker. Realrente er her defineret som forskellen mellem den lange rente og forventet inflation.

2. Porteføljainvesteringer og kapitaleksport

2.1. Kapitalbevægelser, frie eller regulerede?

I en international økonomi, hvor nogle

områder (lande) er nettolåntagere og andre nettolångivere, må der være adgang til at erhverve såvel valutaaktiver som valutapassiver. Tænker man sig, at alle lande vil tillade låntagning, men ikke långivning, er det klart, at der ikke bliver tale om nogen af delene. Ethvert land vil være henvist til at have balance på sine løbende betalinger. Der er derfor et umiskendeligt præg af provinsialisme i den alvor, hvorved det har været muligt i Danmark at diskutere, om danske beslutningstagere skulle have adgang til at erhverve valutaaktiver. Vores politik har haft som klar forudsætning, at udlændinge har adgang til at erhverve fordringer på os.

Idet Danmark gennem akkumulerede betalingsbalanceunderskud er en nettodebitor, kan det måske synes unødvendigt at tillade dansk långivning til udlandet. Mere generelt er en sådan indstilling selvfølgelig usædvanlig. Både husholdninger og virksomheder har i almindelighed sammensatte balancer med både finansielle aktiver og passiver. En virksomhed kan samtidig have lån i pengeinstitutter og via realkredit på den ene side og pengeinstituttindeståender og obligationsbeholdninger på den anden side. En finansiell nettoposition er altså sædvanligvis udtryk for en balance mellem positive bruttostørrelser. Der er intet til hinder for, at de finansielle aktiver og de finansielle passiver hver for sig udgør et beløb, der overstiger den finansielle netto position.

Når det gælder valutamellemværender, er der ingen umiddelbar grund til, at reglerne skulle være anderledes. Er renteforholdene sådan, at den private sektor har en fordel i at være nettodebitor over for udlandet, er det kun naturligt, at der brutto både lånes til og lånes i udlandet. Det er derfor ikke forkert at sige, at frie kapitalbevægelser må være hovedreglen. De

er ganske enkelt et led i den internationale arbejdsdeling.

Der kan være grund til at gøre to observationer til disse mere generelle betragtninger. For det første har der aldrig været tale om, at danskere ikke har måttet erhverve udlandsfordringer. I forbindelse med handelen med varer og tjenester gives der kreditter. Kreditternes længde kan variere på grund af mange forskellige forhold, men danske eksportører har altid haft adgang til at give kredit, altså til erhvervelse af fordringer på udlændinge. Derimod, og for det andet, er det først med den seneste tids liberaliseringer, at der er givet fri adgang til porteføljeinvesteringer i udlandet, altså til erhvervelse af udenlandske værdipapirer. Det er på dette område, at der kan spores en vis usikkerhed i den politiske debat. Er det f.eks. ønskværdigt, at forsikringsselskaber og pensionskasser har fri adgang til investering i udenlandske børsnoterede værdipapirer? Det er svært at se, at der her skulle være et særligt problem. En sådan porteføljeinvestering er en bruttobevægelse, som ikke er i modstrid med, at den private sektor netto er låntager i udlandet.

2.2. Liberaliseringen af valutabestemmelserne

I 1983 skete der væsentlige liberaliseringer af reglerne for kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet. Den autoritative redegørelse herfor giver Nationalbanken i sin beretning for 1983 på siderne 66-72. Der er ofte udtrykt skepsis med hensyn til, hvor effektive de tidligere reguleringer egentlig har været i retning af at påvirke størrelsen af den private nettokapitalimport. Nationalbanken giver tydeligt udtryk for, at restriktionerne ikke har været så effektive, at de har kunnet beskytte valutalikviditeten i situationer med speku-

lation i en dansk devaluering. »Erfaringer - både herhjemme og i udlandet - viser, at valutareguleringen kun i meget begrænset omfang kan tjene som et effektivt valutaværn i krisesituationer, hvis almindelige kommercielle transaktioner skal kunne gennemføres rimeligt gnidningsfrit. For at tilgodese hensynet hertil må valutabestemmelserne være udformet således, at der er en vis frist for afvikling af betalingerne. Selv mindre forskydninger i betalings-sædvanerne, de såkaldte »leads and lags«, kan betyde udsving i betalingerne fra og til udlandet på adskillige milliarder kroner..., og dermed på kort sigt føre til kraftige ændringer i valutaeserverne«, side 67.

Det har været et gennemgående træk, at der har været færre restriktioner på kapitalimport end på kapitaleksport. Eksempelvis blev der åbnet for udlændinges køb af børsnoterede danske aktier ved vores indtræden i EF, medens valutaindlændinge ikke generelt kunne købe aktier i de andre EF-lande. Danskeres adgang til at købe udenlandske værdipapirer, foretage såkaldte porteføljeinvesteringer, er nu liberaliseret. Pr. 1. marts 1983 blev der givet almindelig adgang til at købe udenlandske børsnoterede obligationer. Papirerne skal dog være det, der kaldes kapitalmarkedspapirer, idet definitionen er, at den oprindelige løbetid skal være mere end 2 år. Pr. 1. januar 1984 følger så tilladelse til, at danskere kan købe udenlandske børsnoterede aktier.

De ændringer, som i øvrigt er gennemført, skal ikke refereres her. Det er tydeligt, at regering og Nationalbank ønsker at markere, at der nu er sket en »regimeændring« i valutapolitikken. Det afsnit i beretningen, som der her refereres til, giver et, om end kortfattet, historisk rids af udviklingen for at sætte liberaliseringen i perspektiv. Som en slags sammenfattende

vurdering af den nuværende situation udtales det side 66: »Valutabestemmelserne giver herefter i al væsentlighed fri adgang for danske erhvervsvirksomheder til at foretage transaktioner med udlandet af permanent eller langfristet karakter, og Danmark ligger nu på linie med en række EF- og OECD-lande, der kun i begrænset omfang anvender valutarestriktioner som et valutarisk-pengepolitisk instrument«.

I denne artikel er det specielt liberaliseringen på porteføljeinvesteringsområdet, der skal søges vurderet. Der kan dog være grund til mere generelt at anføre, at det kan være svært at forestille sig valuta-transaktioner, som ikke enten direkte kan gennemføres eller, hvis intention kan realiseres med lidt opfindsom anvendelse af det givne regelsæt. Denne måske lidt provokerende formulering er, når det kommer til stykket, stort set sammenfaldende med den før refererede passage fra Nationalbankens beretning.

2.3. Er der behov for kapitaleksport?

Så længe Danmark har underskud på betalingsbalancen må der selvsagt være tale om en nettokapitalimport til Danmark. Spørgsmålet i overskriften vedrører altså nogle bruttokapitalbevægelser. Det er især porteføljeinvesteringer, der tænkes på, fordi det som beskrevet netop er et område, hvor der er sket afgørende ændringer.

Den vigtigste side af svaret vedrører måske psykologiske forhold. Hvis der er tillid til, at den danske krone kan fastholde sin værdi over for D-marken, skulle den danske og den tyske rente være tæt forbundne. F.eks. har Det økonomiske Råd peget på, at der har været en tæt sammenhæng mellem den hollandske og den tyske rente³⁾. Den hollandske gilden har ligget stabilt over for D-marken. Det er da blot en ren analogislutning, at det

samme skulle kunne gælde for den danske rente. Noget overraskende er der heller ikke heri, tværtimod. En for stor rentedifference vil gøre det fordelagtigt for danskere at låne i Tyskland og for tyskere at købe danske obligationer. Begge dele vil presse den danske rente ned mod den tyske.

Pointen er, at tillid til valutakurspolitikken på den ene side, og en kapitalflugt på den anden side, som skulle dræne primær likviditet ud af den private sektor med et dertil hørende pres på renten, simpelt hen er to forhold, som strider klart mod hinanden. Enten gælder det ene eller også gælder det andet, men begge dele gælder ikke samtidig.

Tænker man sig, at myndighederne skulle ønske igen at begrænse den netop gennemførte liberalisering, vil dette derfor næppe kunne fortolkes anderledes, end at de selv var begyndt at tvivle på fastkurspolitikken holdbarhed. I denne forstand er der behov for danske porteføljeinvesteringer i udlandet. De er en integreret del af det valutakursregime, der sigtes mod. At sætte spørgsmålstejn ved det ønskelige i disse investeringer, vil være som at slå sig selv for munden.

På det mikroøkonomiske område forøges smidigheden, og der bliver bedre muligheder for at foretage risikospredning, når der er adgang til kapitaleksport i form af porteføljeinvesteringer. Som et eksempel, kan der ses på den situation, hvor en virksomhed har et finanslån i dollars. Der gælder stadig den begrænsning, at afviklingsperioden for et finanslån skal være mindst 5 år. Får virksomheden i denne periode et likviditetsoverskud, vil det klart være en fordel for den at have mulighed for at købe værdipapirer, der lyder på dollars.

Pensionskasser og livsforsikringselskaber, altså de store institutionelle investo-

rer, må ligeledes have et helt naturligt ønske om at kunne sprede deres investeringer på værdipapirer i forskellige valutaer. På pensionsopsparernes vegne skal de søge at sikre realværdien af deres kapital bedst muligt. Det er klart, at en placering af samtlige midler i fordringer og andre aktiver, som kan realiseres for danske kroner, ikke kan være optimal. Der er på dette område behov for en kapitaleksport.

2.4. Kapitaleksport og beskæftigelse.

Forudsættes det stadig, at der føres en fastkurspolitik, og at dens intentioner efterhånden realiseres, er det måske overflødigt at spørge, om der skulle være nogen sammenhæng mellem danske porteføljeinvesteringer i udlandet og den danske beskæftigelse. Begynder man med at se på det enkelte lån til udlandet, er det imidlertid nærliggende at sige, at danske virksomheder er unddraget en kapital, som kunne skabe f.eks. en investering og dermed beskæftigelse. Nu er denne tankegang netop knyttet til mikroniveauet. Det er vigtigt at gøre sig klart, at hvis renten i Danmark ikke påvirkes i opadgående retning, vil der ikke udløses nogen bremse på dansk produktion og beskæftigelse. Men på makroniveau er renten, som der flere gange er argumenteret for, snævert knyttet til renten i udlandet. Danske virksomheder kan altså finansiere deres aktiviteter til en rente, som stort set er internationalt bestemt.

Alt dette er faktisk det samme som at benægte, at der netto vil kunne ske en kapitaleksport, således at primær likviditet bliver en mangelvare i Danmark. I en situation, hvor der i øvrigt er ligevægt, vil driftsøkonomisk motiverede beslutninger hos nogle virksomheder eller personer om kapitaleksport opvejes af en lige så stor import. Der er selvfølgelig ikke tale om en

mekanisk årsagssammenhæng, hvor et lån til udlandet på f.eks. ½ mia. kr. udløser en lånetransaktion af næsten identisk størrelse. Men ligevægten indebærer netop, at til den markedsbestemte rente, som der er tillid til, lånes der i udlandet efter behov. Derfor vil importtransaktioner opveje eksporttransaktioner.

2.5. Porteføljeinvesteringernes størrelse.

Som en aktuel baggrund for meget af det her diskuterede, kan det naturligvis have interesse at se på, hvilke størrelsesordener, der er tale om i forbindelse med porteføljeinvesteringer.

Hidtil har kapitaleksport via danskeres nettokøb af udenlandske værdipapirer været ubetydelig. Men her er det naturligvis et problem, når det drejer sig om fremtiden (og det er her den egentlige interesse ligger), at der indtil for nylig har været restriktioner på disse transaktioner. Det er af begrænset værdi at vide, at der i årene 1980, 81 og 82 var en eksport på henholdsvis 66, 124 og 788 mill. kr., når reglerne for de følgende år er nogle helt andre⁴⁾.

For obligationer var der indtil maj 1983 kun adgang til at købe materiale udstedt af internationale organisationer. Derefter skete der en almindelig liberalisering, jvf. afsnit 2.1. Alt andet lige skulle kapitaleks-

Tabel 2. Indlændinges nettokøb af udenlandske obligationer og aktier.

	Obligationer	Aktier
	mill. kr.	
Året 1982.....	1232	-444
1. kv. 1983	394	24
2. kv. 1983	-183	77
3. kv. 1983	43	13
4. kv. 1983	113	109
1. kv. 1984	243	853
2. kv. 1984	166	191
3. kv. 1984	-23	262

Kilde: Nationalbankens kvartalsoversigt.

porten på denne post stige fra 1. til 2. og de følgende kvartaler. Ifølge tabel 2 er der imidlertid ikke nogen klar virkning af liberaliseringen på *obligationskøbene*.

Det springer i øjnene, at i det første kvartal efter liberaliseringens gennemførelse, er der netto tale om et tilbagesalg (indfrielse) af obligationer.

For *aktier* sker liberaliseringen med virkning fra 1. januar 1984. Tidligere har der i forbindelse med særlige ordninger og under Nationalbankens kontrol været tale om mindre bevægelser. I de sidste 5 år før liberaliseringen var der tale om følgende nettokøb (mill. kr.): -16, -23, -96, -444, 223, jvf. tabel 2 for de sidste to tals vedkommende. Der har altså stort set været tale om tilbagesalg. Derefter finder der i 1. kv. 1984 et nettokøb sted på 853 mill. kr. Nationalbanken har følgende kommentarer hertil: »Valutaindlændinges køb af sådanne aktier har medført en nettokapitaleksport på op mod 0,9 mia. kr. i 1. kvartal, fordelt med 500 mill. kr. i januar, 250 mill. kr. i februar og godt 100 mill. kr. i marts. Foreløbige oplysninger for april tyder på, at nettokøbene var af samme størrelsesorden som i marts. Denne porteføljetilpasning forekommer moderat i betragtning af, at der har været forbud mod køb af udenlandske aktier i en lang årrække⁵⁾. Tallene for aktiekøbene i 2. og 3. kv. 1984 viser, at Nationalbankens forventninger vedrørende april stort set har fået gyldighed både for denne og de følgende måneder.

2.6. Livsforsikringsselskabers og pensionskassers køb af udenlandske aktier.

Det har været fremme i den offentlige debat, om der kan være uheldige virkninger knyttet til *aktiekøb* i udlandet af investorer, som er omfattet af loven om realrenteafgift. For disse investorer gælder gene-

relt, at aktiekøb i modsætning til almindelige obligationer ikke er underlagt denne beskatning.

Dette er ikke stedet at gå ind i hverken en skattepolitisk eller skatteteknisk diskussion af problemerne omkring skat, rente og inflation⁶⁾. Realrenteafgiftslovens intentioner accepteres uden nærmere diskussion.

Loven indebærer en diskrimination til fordel for aktier, angiveligt med det formål at gøre det danske aktiemarked mere attraktivt for virksomhederne. Herved skabes der en vis modvægt til den meget lave realrente efter skat, som husholdningerne betaler ved låntagning i pengeinstitutterne og på obligationsmarkedet. Virksomhederne bliver bedre stillet i konkurrencen med husholdningerne om lånekapitalen.

I forbindelse med institutionelle investorer's køb af udenlandske aktier, skal der drøftes tre problemstillinger:

- a. Tidsperspektivet for realrenteafgiftens betydning.
- b. Rentabiliteten på henholdsvis det danske og de udenlandske aktiemarkeder.
- c. Beskæftigelsesvirkningen af en specielt lav rentabilitet på det danske aktiemarked.

Ad a: Tidsperspektivet for realrenteafgiftens betydning.

Den realiserede danske realrente, altså forskellen mellem den lange obligationsrente og den faktiske inflation, har været ekstraordinært høj i Danmark siden 1976. Dette gælder stadig midt i 1984, hvor niveauet er omkring 9-10%. Sammenligner vi os med Tyskland, springer differencen i øjnene. Den tyske rente er omkring 8% points lavere end den danske, men inflationen kun et par %-points lavere. Realrenten er altså 6%-points lavere.

Lykkes den danske politik, som sigter

mod at holde en fast kurs over for D-marken, må den danske rente og dermed realrenten falde. Det vil betyde, at realrenteafgiften vil få en tilsvarende mindre betydning for livsforsikringsselskabers og pensionskassers valg mellem henholdsvis obligationer og aktier. Det er selvfølgelig svært at sige, hvad niveauet for realrenten i udlandet og dermed Danmark vil blive på lidt længere sigt. Ud fra historiske erfaringer forekommer en realrente på 3½ % (altså realrenteafgiftens tærskel) eller derunder ikke usandsynlig.

Det bør vel også nævnes, at politikerne ikke ved lovens gennemførelse gav udtryk for, at den skulle have betydning for investorernes placeringer lang tid fremover. Loven skulle gribe ind i forhold, som var skabt af en ekstraordinær situation. Under normale forhold, altså her lidt arbitrært defineret ved en realrente på 3½ % eller derunder, ønskede folketetinget ikke at beskære den forrentning, som kunne sikres for pensionsopsparerne m.v.

Under b) og c) drøftes de institutionelle investorers køb af aktier under forudsætning af, at lovgivningen diskriminerer til fordel for aktier. I den forbindelse er det vigtigt at erindre, at denne diskrimination kan blive reduceret meget væsentligt eller bortfalde, hvis realrenten falder.

Ad b: Rentabiliteten på henholdsvis det danske og de udenlandske aktiemarkeder.

Det er ikke hensigten at diskutere empiriske resultater om rentabilitet på forskellige landes aktiemarkeder. Heller ikke det forhold, at aktier i almindelighed repræsenterer en helt anden kombination af risiko og gennemsnitlig forrentning end obligationer skal drøftes. Når der her tales om forrentning på et aktiemarked tænkes der på en forventet afkastningsgrad efter korrektion for risiko.

Realrentebeskatningen kunne skabe en tendens til lavere forrentning på det danske aktiemarked end på aktiemarkederne i udlandet. Forudsætningerne må være, at danske aktier skønnes at være mere fordelagtige end obligationer samtidig med, at de institutionelle investorer er forment adgang til de udenlandske aktiemarkeder. Nedenfor sættes der spørgsmålstegn ved, hvor effektiv segmenteringen af aktiemarkederne kan blive. I første omgang accepteres imidlertid muligheden for en segmentering, og i relation hertil formuleres spørgsmålet, om det er ønskeligt med en specielt lav forrentning på det danske aktiemarked. Dette spørgsmål må besvares benægtende ud fra i hvert fald følgende synspunkt.

De forsikrede og pensionsopsparerne har selvsagt en helt legitim interesse i at få så høj en forrentning som muligt. I den hjemlige debat har det været fremført, at det kan være urealistisk at forestille sig, at fremtidens pensionister kan sikre sig ekstremt høje realindkomster. Realrentebeskatningen er blevet til bl.a. under indtryk af sådanne synspunkter. For en real rentabilitet, der opnås gennem investering i udlandet, gælder denne tankegang dog ikke. Det er udlændinge, som betaler den høje realrente, og der kan derfor ikke blive tale om nogen danske indkomstfordelingsproblemer. Det er ikke fremtidens erhvervsaktive danskere, som skal aflevere en stor del af deres produktion til pensionisterne.

Konklusionen må foreløbig blive, at den fra 1. januar 1984 gennemførte liberalisering af køb af udenlandske aktier bør have generel gyldighed. Der er ingen grund til at indsnævre mulighederne for de institutionelle investorer.

Når købet af udenlandske aktier er blevet fremdraget i debatten, skyldes det vel ikke blot realrenteafgiftsloven, men også

det danske aktiemarkeds lidenhed. Den totale cirkulerende fondsbørsnoterede aktiekapital udgjorde ultimo 1983 ca. 17,7 mia. kr. opgjort til nominel værdi og ca. 107,2 mia. kr. til markedsværdi. Omsætningen på børsen var i 1983 nominelt ca. 1,7 mia. kr., hvilket vil sige, at omsætningen udgjorde knap 10% af den nominelle cirkulerende aktiekapital.

Livs- og pensionsforsikringsselskaber samt pensionskasser havde ultimo 1983 en kapital, der skønsmæssigt kan anslås til 140-150 mia. kr.⁷⁾ Efter de gældende placeringsregler i Lov om Forsikringsvirksomhed, vil i teorien indtil 25% af dette beløb kunne anbringes i »ikke-guldrandede« papirer, som f.eks. aktier. En række andre investeringer skal dog også ligge indenfor denne 25%-ramme, blandt andet ikke børsnoterede aktier samt dele af investeringerne i fast ejendom. Den reelle placeringsevne er derfor væsentlig mindre. I forvejen har pensionskasser og livsforsikringsselskaber næppe placeret mere end 6 mia. kr. i børsnoterede aktier. På denne baggrund kan det løseligt skønnes, at pensionskasser og livsforsikringsselskaber ultimo 1983 potentielt kunne investere yderligere 10-15 mia. kr. på aktiemarkedet. Hertil kommer muligheden for at tilføre aktiemarkedet en del af væksten i pensionskapitalen. Hvis netto tilvæksten i pensionskapitalen i 1984 udgør 15%, vil der skønsmæssigt være mulighed for at placere yderligere 2-4 mia. kr. på aktiemarkedet.

Det må dog antages, at der under alle omstændigheder vil være en betydelig interesse for det danske aktiemarked, så de investeringer, der kan imødeses på de udenlandske markeder, trods alt bliver begrænsede. Det er alligevel givet, at med fastholdelse af liberaliseringen også for de institutionelle investorer, kan der blive tale om kapitaleksport via internationale

kapitalmarkeder af en størrelsesorden på nogle milliarder, noget der som omtalt ikke har været tale om i de foregående år.

Som nævnt kan det betvivles, om det danske aktiemarked kan adskilles fra aktiemarkederne i udlandet. Når almindelige aktieselskaber må erhverve udenlandske aktier, så vil enhver dansk investor i hvert fald indirekte kunne blive ejer af udenlandske aktier. Det gælder altså også, at de institutionelle investorer ad denne vej kan placere midler i udlandet. Forretningen må blive den samme på de to markeder. Der kan selvfølgelig blive tale om en vis transaktionsomkostningsbestemt forskel, men denne vil ligge fast. Den vil være analog med den almindelige investeringsforeningsomkostning.

Ad c: Beskæftigelsesvirkningen af en speciel lav rentabilitet på det danske aktiemarked.

Kan hensynet til beskæftigelsen tale for, at favoriseringen samles specielt om det danske aktiemarked? Her er teoriens hovedsynspunkt, at det gælder om at holde en relativt lav pris på den produktionsfaktor, hvis anvendelse ønskes forøget. Hvor banalt og selvindlysende dette synspunkt end er, så bliver det ofte glemt eller trængt i baggrunden i den økonomisk politiske debat. Meget favorable vilkår for aktieemissioner har givet en vis gunstig virkning på investeringsomfanget. Heri kan der naturligvis ligge et vist beskæftigelsesindhold. Mindst lige så relevant er det nok, at øgede investeringer medfører en øget import⁸⁾. Ses der på tiden efter selve investeringsfasen kan hovedvirkningen meget nemt blive, at der produceres noget mere, især med anvendelse af realkapital (maskiner, bygninger m.v.) og uden nogen stor forøgelse af beskæftigelsen.

Det her berørte emne er meget ømtåleligt, og det er næppe for stærkt sagt, at

økonomer repræsenterende organisationer på både lønmodtagerside og arbejdsgiverside har svært ved at komme til forståelse med de mere uafhængige lærestaltøkonomer. Den nævnte debat drejer sig selvfølgelig ikke specielt om et gunstigt aktiemarked, men om alle slags subsidier til realkapitalanskaffelser (skibskreditfond, Dansk Eksportfinansieringsfond, indekserede afskrivninger osv.)⁹⁾.

På dette sted skal der ikke gås ind i omtalte debat, men kun fremføres to hovedsynspunkter. For det første er det ikke oplagt, at beskæftigelsen støttes effektivt ved at gøre det relativt mere attraktivt at bruge realkapital i produktionen. Virkningernes store usikkerhed taget i betragtning er det næppe ønskeligt at tilstræbe, at rentabiliteten skulle være lavere på det danske aktiemarked end på de udenlandske aktiemarkeder. Dette gælder med særlig vægt, på grund af det under »ad b« anførte.

2.7. Porteføljeinvesteringer og valutaspekulation.

Jo mere omfattende kapitaltransaktionerne med udlandet er, jo stærkere kan spekulatationen blive i en given situation med valutauro. De valutareguleringer, som endnu er i kraft, sigter i det væsentlige mod korte transaktioner, som kan anses for at være knyttet til den mest bevægelige kapital. I nationalbankens beretning for 1983 hedder det: »Det centrale indhold i den tilbageværende valutaregulering er bestemmelser vedrørende de helt kortfristede kapitaltransaktioner, såsom virksomheders og privatpersoners adgang til at føre konti i udenlandske pengeinstitutter, lån med kort løbetid og porteføljeinvesteringer i pengemarkedspapirer. Snævert knyttet til disse bestemmelser er regler om, at gæld... tidligst må betales 30 dage før forfald, ligesom tilgodehaven-

der... skal hjemtages inden for samme frist...«¹⁰⁾.

Det er imidlertid Nationalbankens opfattelse, jvf. afsnit 2.1., at reguleringerne heller ikke tidligere har været effektive i krisesituationer. Derfor har det kun begrænset mening at spørge, hvorvidt situationen bliver vanskeligere med den nuværende liberalisering, eller hvis der liberaliseres yderligere. I realiteten bliver svaret let noget i retning af, at situationen bliver vanskeligere, men den var komplet håbløs i forvejen.

De tilbageværende danske reguleringer kan tænkes snarere at tjene et andet formål, nemlig at efterspørgsel efter penge (indestående i pengeinstitutter) i Danmark skal være en efterspørgsel efter danske kroner og ikke efter D-mark, dollars osv.

Det er forhåbentligt klart, at disse bemærkninger ikke handler om, hvorvidt der kommer en valutakrise eller ej. Dette spørgsmål afhænger af troværdigheden af den økonomiske politik. I 1984 kan man måske nok spørge, om den økonomiske politik nu også er troværdig, men det er vist givet, at valutabetalingerne og herunder adgangen til at foretage porteføljeinvesteringer i udlandet ikke i sig selv har gjort politikken mindre troværdig, snarere tværtimod.

2.8. Fortsat betalingsbalanceunderskud og frie kapitalbevægelser.

Hvis gælden til udlandet vokser hurtigere end nationalproduktet, fører dette til devaluering, før eller senere. Da Danmark har en gæld til udlandet (medio 1984) på omkring 200 mia. kr., kan der være et vist underskud på betalingsbalancen uden at gældsandelen øges. Det økonomiske Råd regner med, at stigningstakten for nationalproduktet ligger på 7-8%.¹¹⁾ Dette indebærer et »tilladt« betalingsbalan-

ceunderskud på omkring 15 mia. kr.

Det fremgår af den økonomisk politiske debat, at Danmark balancerer lige omkring den grænse, hvor gældsandelen holdes konstant. Med især usikkerheden vedrørende konkurrenceevnens udvikling kan det ikke siges, at betalingsbalancesituationen er tillidsvækkende. Mange beslutningstagere har en devalueringsrisiko med i deres beregninger.

Alt andet lige vil devalueringsrisikoen mindskes, jo mere det overlades til den private sektor at finansiere betalingsbalanceunderskuddet. Der udløses en vis automatisk stramning af pengepolitikken, som beskrevet i afsnit 1.3. Isoleret set er privat finansiering altså en gunstig regel, hvis der skal vindes troværdighed for regeringens valutakurspolitik. Som en kommentar kan det tilføjes, at det er uklart, hvad der er det offentlige kapitalimportpolitik. Tallene for de første 3 kvartaler af 1984, giver en privat finansieringsandel på 54%. Jævnføres der med søjle (3) i tabel 1, er det tydeligt, at skulle tallet for hele 1984 komme på dette niveau, bliver der tale om så klart den største private finansieringsandel siden 1979. Er der hermed realiseret et mål for den økonomiske politik?

Hvis den økonomiske politik ved fortsatte betalingsbalanceproblemer drejes i retning af offentlig låntagning i udlandet, må dette være udtryk for en vilje til at gennemføre en vis pengepolitisk lempelse. I en sådan situation er det særdeles tvivlsomt, om der kan opretholdes frie kapitalbevægelser. Hvis det offentlige skaffer valuta til veje, kan myndighederne næppe tillade, at den private sektor helt uhindret kan eksportere den igen. Tallene i den nederste linie i tabel 1, vedrørende 1983, må ikke tages som en modsigelse heraf. I årets sidste 3 kvartaler, altså stort set den periode, hvor liberaliseringen bl.a. af køb

af obligationer var gennemført, stod det offentlige kun for knap 40% af betalingsbalanceunderskuddets finansiering.

Det bør nævnes, at i en tænkt situation, med genindførelse af kapitalbevægelsesrestriktioner, er der for så vidt ikke knyttet nogen ulempe til de investeringer, der er foretaget. Selve beholdningen af udenlandske obligationer vil gennem indfrielsen give anledning til kapitalindtægter. Det samme vil ske, når danske investorer afhænder værdipapirer i deres porteføljer.

Fodnoter:

- * Uden på nogen måde at ville fralægge mig ansvaret for svagheder ved artiklen vil jeg gerne takke Niels Blomgren-Hansen for indgående kommentarer. Manuskript afsluttet i december 1984.
- 1. En figur, side 40, i Nationalbankens 1983-beretning er meget illustrativ. Sektorernes gæld og valutalikviditeten ses som procent af bruttonationalproduktet. Det ses for det første, at der praktisk taget ingen vækst er i udlandsgælden målt på denne måde frem til og med 1975. For det andet fremgår det, at det offentlige i 1973, altså efter en underskudsperiode på 15 år, praktisk taget er gældfri. Valutaaktiverne, som stort set kan henføres til Nationalbanken, opvejer det offentliges gæld. Nettogælden på ca. 10% af BNP er altså i 1973 en privat forpligtelse.
- 2. For dette synspunkt kan f.eks. henvises til McKinnon, *The exchange rate and macroeconomic policy: Changing postwar perceptions*, *Journal of economic literature* 1981, p. 542 og Dornbusch and Fischer, *Macroeconomics*, second edition, 1981, p. 655.
- 3. Dansk Økonomi, december 1983.
- 4. Tallene er fra Nationalbankens kvartalsoversigt. Det gælder også de følgende tal i afsnittet.
- 5. Nationalbankens kvartalsoversigt, maj 1984, p.p. 4-5.
- 6. Der kan henvises til Betænkning nr. 949 fra renteskatteudvalget: Den skattemæssige behandling af renter og andet kapitalafkast, 1982, det såkaldte Thorkild Kristensen udvalgs betænkning. En kort og behageligt afrundet fremstilling findes i Karl G. Jungenfelt och Ragnar Lindgren: *Real beskatning - räddare i nöden?* *Ekonomisk Debatt*, 1/1983.
- 7. Excl. ATP og LD. Tallene er oplyst af Pensionskasserådet.
- 8. Se f.eks. Det økonomiske Råd, Dansk Økonomi, maj 1984, p. 29.
- 9. Som en meget problemskematiserende fremstilling kan der henvises til Blomgren-Hansen, Niels: *Investeringspolitik truer en øget beskæftigelse*, Sparekassen, januar 1984.
- 10. p.p. 66-67.
- 11. Dansk Økonomi, maj 1984, p. 34.