

DIREKTE INVESTERINGER

Jacob Isaksen og Paul Lassenius Kramp, Økonomisk
Afdeling og Sanne Veje Klausen, Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Værdien af virksomheder, der er placeret i udlandet, men som er ejet af en dansk virksomhed, kaldes en direkte investering.¹ Over de seneste 30-40 år er omfanget af direkte investeringer vokset markant både globalt og i Danmark. Udviklingen skyldes bl.a., at det er blevet lettere og billigere for virksomheder at etablere sig på andre markeder end hjemmemarkedet. Det har givet dem mulighed for at ekspandere mere, end hvis de udelukkende opererer inden for grænserne af ét land.

Udviklingen i Danmark minder om udviklingen i andre avancerede økonomier. Siden midten af 2000'erne har væksten i de danske udadgående direkte investeringer dog oversteget de indadgående, og danskerne har derfor opbygget en stor nettobeholdning. Det afspejler bl.a., at vi herhjemme i en periode har haft store overskud på betalingsbalancen og derfor opbygget formue i udlandet. Derudover er lande med positive nettobeholdninger typisk velstående avancerede økonomier.

Det er især de helt store danske virksomheder, specielt inden for industrien, som investerer i udlandet. I 2014 stod de ti største koncerner således for ca. halvdelen af beholdningen af direkte investeringer i udlandet. Danske direkte investeringer er koncentreret på få lande, og vi investerer især i

vores samhandelslande. Landesammensætningen er meget stabil, hvilket illustrerer, at direkte investeringer repræsenterer længerevarende økonomiske relationer.

Direkte investeringer genererer en betydelig formueindkomst. Gennem det seneste årti har beholdningen af direkte investeringer i udlandet hvert år genereret en højere afkastgrad sammenlignet med afkastet på udlandets beholdning af direkte investeringer i Danmark. Forskellen skyldes især, at danske medicinalvirksomheder har patenter placeret i udenlandske dattervirksomheder, som genererer en stor indtjening i forhold til investeringen. Ser man bort fra medicinalindustrien, er der ingen systematisk forskel i afkastgraden.

Når danske virksomheder foretager en direkte investering, kunne det i princippet ske på bekostning af investeringer i realkapital i Danmark. Det synes dog ikke at være tilfældet. Investeringer i dansk realkapital i brancher og virksomheder, som har en beholdning af direkte investeringer i udlandet, adskiller sig ikke fra øvrige brancher og virksomheder. Det gælder på kort sigt. På længere sigt vurderes udadgående direkte investeringer dog heller ikke at fortrænge hjemlige investeringer i noget væsentligt omfang.

1 Direkte investeringer betegnes ofte som FDI, hvilket er den engelske forkortelse for Foreign Direct Investments. I artiklen benyttes forkortelsen i figurer. Ændringer i beholdninger som følge af transaktioner benævnes ud- eller indadgående, alt efter om investeringerne strømmer ud ad landet eller ind i landet.

DIREKTE INVESTERINGER

Direkte investeringer dækker over værdien af virksomheder placeret i udlandet, hvor investor har bestemmende indflydelse, jf. boks 1. Aktiviteten i udenlandske dattervirksomheder kan være relateret til produktionsanlæg, havneterminaler, salgskontorer mv. Derudover kan et andet motiv bag oprettelsen af virksomheder i udlandet være skatteoptimering. Direkte investeringer er således et bredt begreb. I nogle tilfælde kan de sidestilles med investeringer i realkapital, mens de i andre tilfælde i højere grad kan sammenlignes med en finansiell investering. Rent statistisk opdeles direkte investeringer ikke i undergrupper afhængig af aktiviteten i de udenlandske dattervirksomheder. Det kan derfor ikke fastslås, om den direkte investering dækker over fx opførelsen af en ny fabrik, såkaldte green field investeringer, køb af en envejetableret virksomhed (mergers & acquisitions) eller noget helt tredje.

INTERNATIONAL UDVIKLING

I DIREKTE INVESTERINGER

Omfanget af direkte investeringer er på globalt plan vokset kraftigt siden 1980, jf. figur 1 (venstre) - især i perioderne 1994-99 og 2003-06, dvs. perioder med en høj global vækst. Udviklingen skyldes, at det er blevet lettere og billigere for virksomheder at etablere sig på andre markeder end hjemmemarkedet. Hermed får de mulighed for at ekspandere mere, end hvis de udelukkende opererer inden for grænserne af ét land. Etablering af produktion og salg i udlandet kan desuden være nødvendigt for at opnå markedsadgang, og det giver derudover mulighed for at hente ny viden og teknologi.

Stigningen i beholdningen af direkte investeringer i udlandet er især drevet af de avancerede økonomier, om end vækstøkonomiers andel er steget siden årtusindskiftet. Fra begyndelsen af 1980'erne og frem til midten af 2000'erne stod de avancerede økonomier for omkring 90 pct. af

Direkte investeringer i nationalregnskabet og set fra virksomheden

Boks 1

Direkte investeringer i nationalregnskabet

I nationalregnskabet er beholdningen af direkte investeringer i udlandet defineret som en finansiell post, der dækker over værdien af virksomheder placeret i udlandet, hvor den danske investor har bestemmende indflydelse. Konkret sættes grænsen ved 10 pct. af egenkapitalen eller stemmerettighederne. Danske koncerners dattervirksomheder i udlandet indgår således i nationalregnskabet som en del af den danske beholdning af direkte investeringer i udlandet. Rent teknisk indgår det som en fordring på udlandet, dvs. et tilgodehavende. Når beholdningen af direkte investeringer i udlandet ændres, kan det enten skyldes værdi- eller mængdeændringer.

Ejerskab opnås konkret ved, at danske virksomheder ejer ejerandelsbeviser udstedt af udenlandske virksomheder. Det betyder, at direkte investeringer i nationalregnskabet betragtes som en grænseoverskridende finansiell placering og registreres som en del af betalingsbalancens finansielle poster. Direkte investeringer inkluderer også lån og handelskreditter mellem koncernforbundne virksomheder. Det gælder fx fra modervirksomheden til en udenlandsk dattervirksomhed.

Direkte investeringer kan opgøres efter to principper: Retningsprincippet og betalingsbalanceprincippet. I opgørelsen af beholdninger er forskellen mellem de to, at koncernlån opgøres netto pr. land ved retningsprincippet, mens bruttostørrelserne benyttes ved betalingsbalanceprincippet. Det betyder, at de opgjorte bruttostørrelser ifølge

retningsprincippet kan være mindre. I artikellen benytter vi begge opgørelsesprincipper afhængigt af, hvilket data der er tilgængelige.

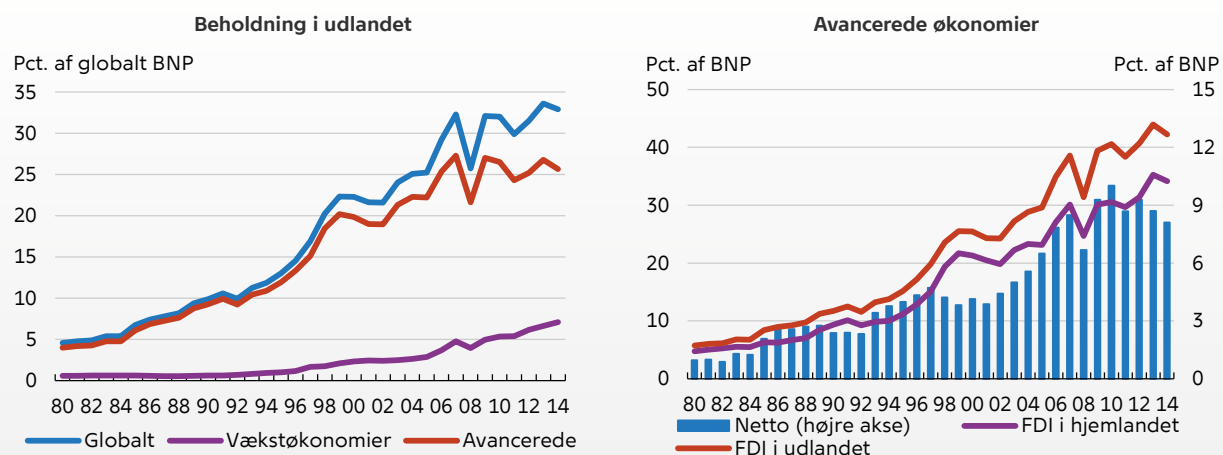
Værdien af direkte investeringer er forbundet med en del usikkerhed. Det skyldes bl.a., at det er vanskeligt at bestemme markedsværdien af virksomheder, der ikke er børsnoterede og derfor ikke handles på et marked.

Direkte investeringer fra virksomhedernes synspunkt

Virksomheder tilrettelægger deres produktion og salg for at opnå størst mulig fortjeneste. De vil derfor drive virksomheder i udlandet, hvis de vurderer, at det er fordelagtigt. Den geografiske landeafgrænsning vil i nogle tilfælde være uden betydning for dem. Fx kan en it-server eller et patent placeret i udlandet bruges af medarbejdere i Danmark. Nogle aktiviteter, der udføres i udenlandske dattervirksomheder, kunne i princippet udføres i Danmark, fx produktion af varer eller halvfabrikata. I mange tilfælde er det imidlertid fysisk umuligt at placere dattervirksomheden i Danmark. Det gælder fx et havneanlæg i USA, ligesom salgskontorer i udlandet typisk er oprettet for at komme tættere på kunderne. En anden begrænsning kan være ledige ressourcer på det danske arbejdsmarked. Med en aktuell arbejdsløshed, der ikke er langt fra det strukturelle niveau, er mængden af ledige ressourcer begrænset, jf. Danielsen og Jørgensen (2015). Endelig kan udenlandske dattervirksomheder være oprettet med henblik på likviditetsstyring eller skatteoptimering.

Beholdning af direkte investeringer

Figur 1



Anm.: Venstre figur: Opgjort efter retningsprincip. Andel af globalt BNP i løbende priser og markedsvalutakurs. Vækstøkonomier er opgjort som verden ekskl. de avancerede økonomier. Højre figur: Opgjort efter retningsprincip som andel af BNP i de avancerede økonomier i løbende priser og markedsvalutakurs. Bruttostørrelserne er opgjort som summen af beholdningen på tværs af lande. "Netto" er forskellen mellem FDI i udlandet og FDI i hjemlandet.

Kilde: United Nations Conference on Trade and Development, Unctadstat.

den globale beholdning af direkte investeringer i udlandet, hvilket var lidt mere end deres andel af globalt bruttonationalprodukt, BNP. Siden da er andelen af beholdningen af direkte investeringer faldet til lige under 80 pct., mens deres andel af globalt BNP er reduceret til 60 pct.

De avancerede økonomier har navnlig investeret i hinanden. Det afspejler bl.a., at globale virksomhedsstrukturer er blevet mere komplekse, jf. boks 2. Det betyder, at de avancerede økonomiers nettoinvesteringer er langt mindre end deres bruttoinvesteringer, jf. figur 1 (højre).

DANSKE DIREKTE INVESTERINGER

Udviklingen i danske direkte investeringer minder om udviklingen blandt de øvrige avancerede økonomier. Over de seneste årtier er beholdningerne af både direkte investeringer i udlandet og udlandets direkte investeringer i Danmark steget kraftigt, jf. figur 2 (venstre). Siden midten af 2000'erne har væksten i beholdningen af direkte investeringer i udlandet dog oversteget udlandets beholdning af direkte investeringer i Danmark. Danskerne har dermed opbygget en stor netto-beholdning af direkte investeringer.

Globale værdikæder og direkte investeringer¹

Boks 2

Virksomheder bruger i stigende omfang delkomponenter fra andre virksomheder, evt. egne dattervirksomheder, i produktionen af en vare. Når aktiviteter opsplittes mellem virksomheder, indgår flere virksomheder i et produkts værdikæde. Værdien af et endeligt produkt kan således bestå af værditilvækst fra en række forskellige virksomheder. Skabes værditilvæksten i mange forskellige lande, taler man om en global værdikæde. En længere værdikæde vil typisk medføre større global eksport, idet hele værdien af varen/halvfabrikata indgår i opgørelsen af eksporten, hver gang den krydser en landegrænse.

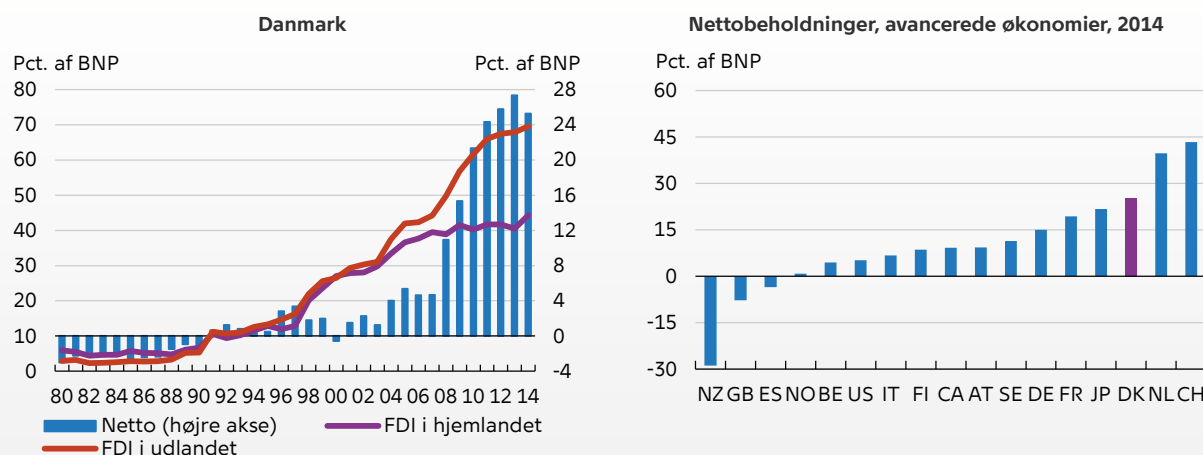
Globaliseringen har især vist sig gennem både længere globale værdikæder og flere direkte investeringer. Direkte investeringer kan dog også i sig selv øge længden af de globale værdikæder. Vælger en dansk virksomhed at flytte dele af produktionen til udlandet, vil det forlænge værdikæden for det endelige produkt (produktionen foretages af to virksomheder frem for blot én). Ifølge FN står multinationale virksomheder for ca. 80 pct. af den globale handel, og ca. 33 pct. af handlen sker inden for samme koncern.²

1. Se artiklen "Globale værdikæder" i denne Kvartalsoversigt for en nærmere beskrivelse af disse.

2. Se United Nations Conference on Trade and Development, Unctad, pressemeddelelse, nr. 1, 2013, (<http://unctad.org/en/pages/PressRelease.aspx?OriginalVersionID=113>).

Beholdninger af direkte investeringer

Figur 2



Anm.: Venstre figur: Opgjort efter betalingsbalanceprincip og ekskl. gennemløbsinvesteringer. Data før 1999 er fra UNCTAD, mens efterfølgende data er fra Danmarks Nationalbank, der i 2004 overgik til nyt indsamlingssystem. NZ: New Zealand, GB: Storbritannien, ES: Spanien, NO: Norge, BE: Belgien, US: USA, IT: Italien, FI: Finland, CA: Canada, AT: Østrig, SE: Sverige, DE: Tyskland, FR: Frankrig, JP: Japan, DK: Danmark, NL: Holland, CH: Schweiz.

Kilde: Danmarks Nationalbank, OECD og UNCTAD.

Beholdningen af danske direkte investeringer i udlandet steg især i perioden 2008-11, mens udlandets beholdning af direkte investeringer i Danmark udviklede sig svagere. Det kan primært tilskrives store enkelthandler. I 2008 overtog Carlsberg eksempelvis Scottish & Newcastle sammen med Heineken, hvilket øgede beholdningen af danske direkte investeringer i udlandet markant. Samtidig har udlændinge solgt virksomheder i Danmark. Salg af Chr. Hansen Holding, ISS og TDC ad flere omgange er eksempler på store handler, som har reduceret udlandets beholdning af direkte investeringer i Danmark.

Der synes derimod ikke at være væsentlige strukturelle forklaringer på, hvorfor Danmark har opbygget en stor nettobeholdning. OECD udarbejder fx et indeks for regulering, der kan hæmme direkte investeringer (FDI Regulatory Restrictiveness Index). Ifølge det indeks er danske lovgivningsmæssige barrierer lave og under OECD-gennemsnittet (lidt højere end fx Tyskland og Holland, men lidt lavere end fx Sverige, Østrig og USA).² Afkastet fra indadgående direkte investeringer i Danmark har heller ikke været lavt i forhold til afkastet i andre lande, jf. Kramp mfl. (2014).

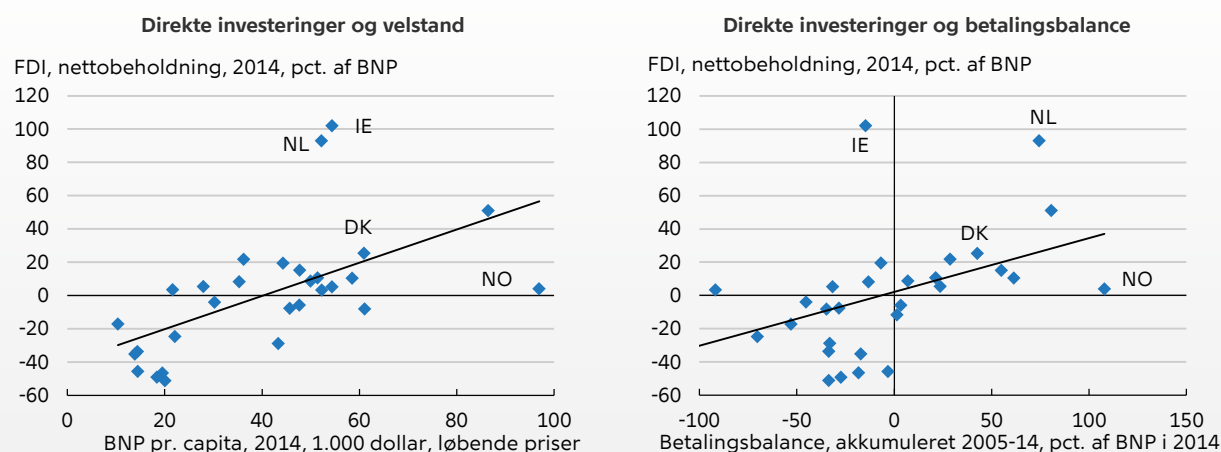
Virksomhedernes ekspansion på tværs af landegrænser inden for de avancerede økonomier er den væsentligste årsag til væksten i både danske beholdninger af direkte investeringer i udlandet og udlandets beholdninger af direkte investeringer i Danmark. Udviklingen bidrager dog ikke til at forklare, at Danmark og mange andre avancerede økonomier har flere udadgående end indadgående direkte investeringer, dvs. at de har opbygget en positiv nettobeholdning i forhold til resten af verden, jf. figur 2 (højre). Det afspejler i stedet bl.a., at direkte investeringer flyder hen, hvor afkastet er størst. Afkastet vil typisk være størst der, hvor kapitalapparatet er mindst. Frie kapitalbevægelser betyder, at nettostrømmen af direkte investeringer i vid udstrækning går fra lande med en høj indkomst pr. indbygger til lande med lavere indkomst pr. indbygger, jf. figur 3 (venstre) i et sådant omfang, at afkastet på tværs af lande er nogenlunde ens, når der tages højde for risiko.

Det er især lande, der i en årrække har haft overskud på betalingsbalancens løbende poster, som har opbygget store nettobeholdninger af direkte investeringer, jf. figur 3 (højre). Danmarks

² Produktivitetskommissionen (2013) har en enkelt anbefaling, nemlig at "Den branchespecifikke regulering gennemgås med henblik på forenkling og tilpasning til den regulering, der eksisterer hos vores vigtigste handelspartnere. Herunder at ejerskabsrestriktioner i videst muligt omfang fjernes."

Sammenhæng mellem nettobeholdninger af direkte investeringer, velstand og betalingsbalance

Figur 3



Anm.: Der er vist data for 30 OECD-lande. DK: Danmark, IE: Irland, NL: Holland og NO: Norge. I en regression, hvor velstand og akkumuleret betalingsbalance begge benyttes som forklarende variable, er akkumuleret betalingsbalance ikke signifikant. Det skyldes, at velstandsniveau også bidrager til at forklare størrelsen på et lands betalingsbalance (kapital flyder hen, hvor afkastet er størst).

Kilde: OECD og egne beregninger.

overskud på betalingsbalancen betyder, at danskerne – altså de indenlandske sektorer under ét – har et opsparringsoverskud over for udlandet. Danskerne placerer derfor formue i udlandet. En del af denne formue placeres i udadgående direkte investeringer. Danskernes nettobeholdning af direkte investeringer stemmer godt overens med det danske velstandsniveau og vores overskud på betalingsbalancen igennem de senere år.

For Irland, Holland og Norge er sammenhængen dog dårlig. For Irlands vedkommende skyldes det, at mange internationale virksomheder har hovedsæde i landet. Deres aktiver øger beholdningen af irske direkte investeringer i udlandet, mens passivsideen ikke indgår som en beholdning af direkte investeringer i Irland, da kun få investorer ejer over 10 pct. af aktiekapitalen. I stedet klassificeres passivsideen som porteføljeinvesteringer.³ Holland er ligeledes hjemsted for mange store globale virksomheder, hvilket trækker i retning af store nettobeholdninger, såfremt eventuelle udenlandske ejere har ejerandel på under 10 pct. Norge har derimod en lille nettobeholdning af direkte investeringer. Det norske overskud på betalingsbalancen stammer i vid udstrækning fra

olie. Indtægterne placeres i Pensionsfonden, som især foretager porteføljeinvesteringer. Hermed bliver norske direkte investeringer i udlandet relativt små.

Danske direkte investeringer i udlandet fordelt på lande

Danmarks beholdning af direkte investeringer i udlandet var 1.351 mia. kr. ultimo 2014, når man ser bort fra gennemløbsinvesteringer i Danmark, hvilket svarer til 70 pct. af BNP. Danske direkte investeringer er koncentreret på få lande, og landesammensætningen følger i vid udstrækning handelsmønstrene, dvs. vi investerer i de samme lande, som vi handler med, jf. tabel 1. Ultimo 2014 var ca. 75 pct. af beholdningen af de udadgående direkte investeringer placeret i blot ti lande. For udlandets beholdning af direkte investeringer i Danmark står de ti største investorlande for ca. 85 pct. Der er generelt stort sammenfald mellem de lande, som Danmark investerer i, og de lande, som investerer i Danmark. Endvidere har landesammensætningen været meget stabil over tid. Det understreger, at direkte investeringer repræsenterer længerevarende økonomiske relationer.

3 Se Central Statistics Office (2015).

Beholdning af danske direkte investeringer og handel fordelt på lande, gennemsnit 2005-14

Tabel 1

Pct.	FDI i udlandet	Eksportandel	Pct.	FDI i hjemlandet	Importandel
Sverige	17,3	12,9	Sverige	24,2	13,3
USA	9,9	5,2	Holland	12,1	7,0
Storbritannien	9,8	8,0	Luxembourg	10,0	0,3
Tyskland	8,5	15,4	Storbritannien	7,9	5,4
Norge	6,1	6,2	USA	6,9	3,0
Holland	6,0	4,3	Norge	6,7	5,0
Schweiz	5,3	0,8	Tyskland	6,5	20,9
Singapore	3,8	0,6	Schweiz	4,0	0,9
Frankrig	3,8	3,6	Frankrig	2,9	3,5
Finland	3,6	2,5	Japan	2,5	0,6
10 største lande	74,1	59,4	10 største lande	83,6	60,0

Anm.: Danmarks direkte investeringer er opgjort efter betalingsbalanceprincippet og er ekskl. gennemløbsinvesteringer i Danmark. Landefordelingen er baseret på første modpartsland. Andelen er gennemsnitlige andele i perioden 2005-14. Eksport- og importandelene er baseret på varebalancen.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik.

Næsten 60 pct. af beholdningen af danske direkte investeringer findes i EU-lande og især i Sverige, Storbritannien, Tyskland og Holland. Sveriges store andel hænger bl.a. sammen med, at udadgående direkte investeringer opgøres på første modpartsland. Carlsbergs investeringer i Rusland ejes gennem svenske dattervirksomheder, og i statistikken figurerer disse som en investering i Sverige. Den store beholdning af danske direkte investeringer i Singapore skyldes bl.a., at A.P. Møller - Mærsk ejer havneanlæg i landet.

Af beholdningen af udlandets direkte investeringer i Danmark kommer knap 70 pct. fra andre EU-lande. Heraf udgør investeringer fra Holland og Luxembourg over 20 pct. Netop disse to lande er i høj grad hjemland for såkaldte gennemløbsinvesteringer, som dækker over virksomheder, der reelt blot viderefører investeringerne fra ét land til andre lande.⁴ I forbindelse med indførelsen af IMF's nye standard for betalingsbalancestatistik

er det fra 2014 blevet muligt at opgøre de indadgående direkte investeringer på ultimativt investorland i stedet for på første modpartsland. En sådan opgørelse viser, at det er under en tredjedel af investeringerne fra Holland og Luxembourg, som reelt kontrolleres af deres resider. I stedet er en stor del af de endelige ejere fra USA og Storbritannien bl.a. via ejerskab gennem investeringsbanker, kapitalfonde mv. hjemmehørende i disse lande.

Danske direkte investeringer i udlandet fordelt på brancher

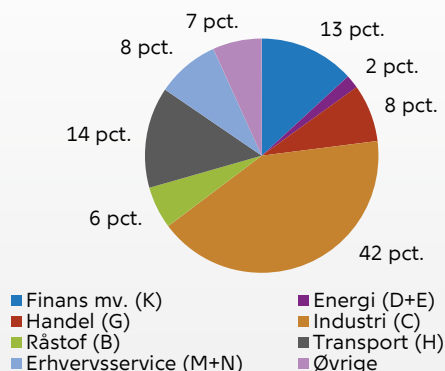
En stor del af de danske investeringer i udlandet foretages af industrivirksomheder, der i 2014 stod for 42 pct. af beholdningen af direkte investeringer i udlandet, jf. figur 4.⁵ Over halvdelen af industriens investeringer sker i udenlandske industrivirksomheder, og hovedparten foretages af virksomheder inden for føde-, drikke- og tobaks-

4 Nogle lande, fx Luxembourg og Holland har mange gennemløbsinvesteringer, bl.a. som følge af fordelagtige skatteregler. I analyser forsøger man gerne at frasortere gennemløbsinvesteringer, da de ikke har realøkonomisk påvirkning. Det er dog vanskeligt fuldt ud at identificere dem alle, hvilket gør det vanskeligt at sammenligne bruttostørrelser på tværs af lande.

5 Omkring 20 pct. af danske direkte investeringer i udlandet sker via ikke-finansielle holdingselskaber. Det er dog muligt at fordele denne andel ud på de brancher, hvor koncernen hører til, hvilket er gjort i denne artikel.

Beholdning af danske direkte investeringer i udlandet, brancher, 2014

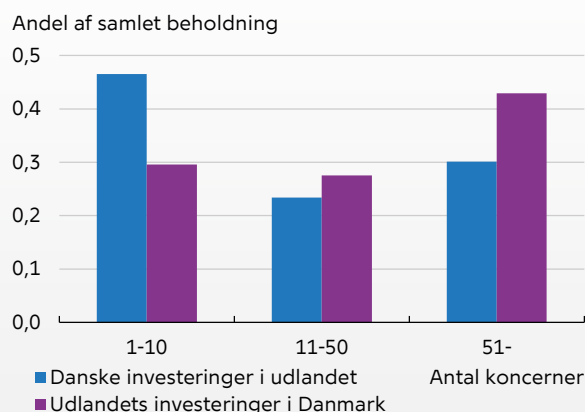
Figur 4



Anm.: Investeringer gennem ikke-finansielle holdingselskaber er fordelt på de brancher, hvor koncernen hører til. Uoplyst branche er fordelt ligeligt på de øvrige brancher.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Koncerners akkumulerede andel af beholdningen af direkte investeringer, 2014

Figur 5



Anm.: Koncerner er sorteret efter størrelsen af deres ind- og udadgående direkte investeringer. 1-10 er de 10 koncerner med de største beholdninger osv.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

vareindustrien. Resten af industriens investeringer placeres stort set i ikke-finansielle holdingselskaber. Det er uklart, hvilken branche kapitalen efterfølgende kanaliseres hen i, men det er formentligt i vid udstrækning industrivirksomheder. Andre danske brancher investerer også primært inden for egen branche, industrien og i ikke-finansielle holdingselskaber, når de foretager investeringer i udlandet.

Virksomhedsstørrelse og direkte investeringer

For både de ud- og indadgående investeringer gælder, at dattervirksomheder hovedsageligt er ejet fuldt ud, dvs. kun har én ejer. Værdien af investeringerne er fordelt på få danske virksomheder, jf. figur 5. Det gælder både for danske beholdninger af direkte investeringer i udlandet, og udlandets beholdning af direkte investeringer i Danmark.

Ultimo 2014 stod de 10 største koncerner for knap 50 pct. af beholdningen af danske direkte investeringer i udlandet, og de 50 største stod for 70 pct., jf. figur 5. Beholdningen af udlandets direkte investeringer i Danmark var i 2014 på 860 mia. kr. og er i modsætning til danske direkte investeringer i udlandet fordelt på flere virksom-

heder. De 10 største udenlandske investorer har 30 pct. af beholdningen af direkte investeringer i Danmark, og de 50 største står for 57 pct.

AFKAST FRA DIREKTE INVESTERINGER

Direkte investeringer genererer en formueindkomst i form af indtægter fra den udenlandske kapital. For egenkapitalinvesteringer er indtægten lig overskuddet i dattervirksomheder defineret ved udloddet og ikke-udloddet udbytte, mens den for koncernlån består af rentebetalinger.

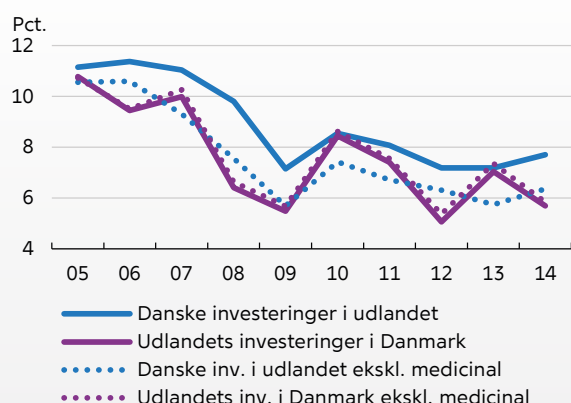
Gennem det seneste årti har beholdningen af direkte investeringer i udlandet hvert år genereret et højere afkast sammenlignet med afkastet på udlandets direkte investeringer i Danmark, jf. figur 6. En af årsagerne til forskellen skal findes i danske medicinalvirksomheder, som bl.a. via patenter, der er placeret i udlandet, genererer en høj indtjening i forhold til investeringen. Udelukkes medicinalindustrien, er der ingen systematisk forskel i afkastet på danske og udenlandske direkte investeringer.⁶

I perioden 2009-14 har det gennemsnitlige årlige afkast for danske direkte investeringer i udlandet været 7,6 pct. Fordelt på lande bidrager de avancerede økonomier mest med godt

6 Se også Andersen mfl. (2013).

Årligt afkast fra beholdningen af direkte investeringer, Danmark

Figur 6



Anm.: Afkastgraderne er opgjort ekskl. gennemløbsinvesteringer som overskuddet i procent af årets gennemsnitlige beholdning af egenkapital.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

70 pct., mens øvrige lande udgør de resterende ca. 30 pct., jf. figur 7 (venstre). Blandt de avancerede økonomier bidrager især Schweiz, Storbritannien og Sverige til indkomsten. Afkastet fra investeringer i avancerede økonomier ligger

på 6,6 pct., mens det er omkring dobbelt så højt blandt øvrige økonomier. Forskellen kan skyldes, at investeringerne i øvrige økonomier er mere risikobetonede og derfor giver et højere afkast.

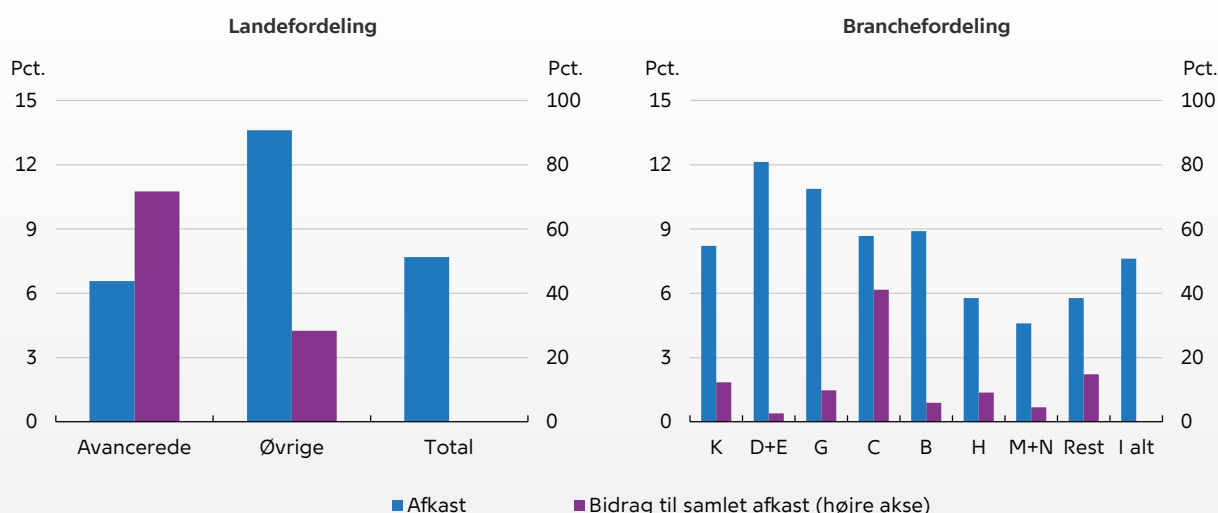
Fordelt på brancher er det især industri, der driver det samlede afkast med en andel på 41 pct. Afkastet i industrien ligger på 8,7 pct., jf. figur 7 (højre). Det høje afkast skyldes bl.a. medicinalindustrien, der udgør omkring halvdelen af industriens bidrag til det samlede afkast. Det er bemærkelsesværdigt, da de udadgående direkte investeringer i medicinalindustrien blot udgør ca. 15 pct. af investeringer i industrien under ét. Det store bidrag afspejler, at afkastet i medicinalindustrien har været på næsten 37 pct. årligt i perioden 2009-14.

PÅVIRKER UDADGÅENDE DIREKTE INVESTERINGER INDENLANDSKE INVESTERINGER I REALKAPITAL?

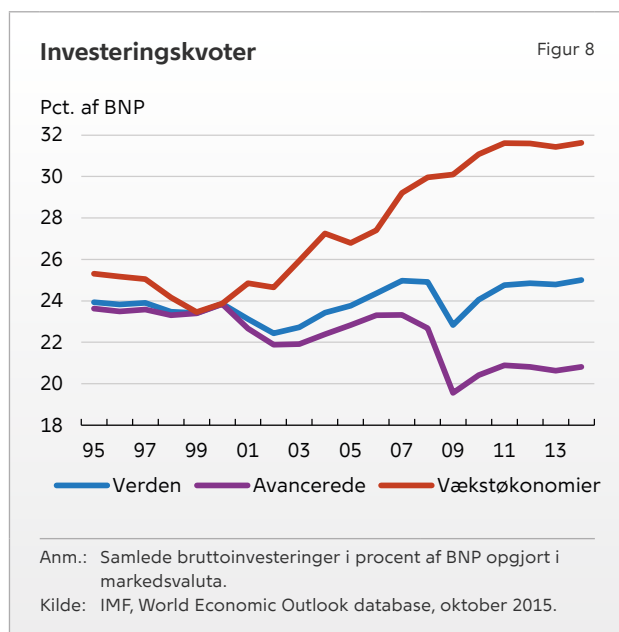
I løbet af de seneste 20-25 år er investeringskvoten i de avancerede økonomier gradvist faldet, jf. figur 8. Samtidig er den steget i vækstøkonomierne, hvilket især skyldes en kraftig fremgang i Kina.

Årligt afkast fra beholdningen af danske direkte investeringer i udlandet, lande og brancher, 2009-14

Figur 7



Anm.: Ikke-finansielle holdingselskaber er fordelt ud på de brancher, som de typisk investerer i. Brancheforkortelserne er som følger:
K er finansiering og forsikring. D+E er energiforsyning, vandforsyning og renovation. G er handel. C er industri. B er råstofindvinding.
H er transport. M+N er vidensservice, rejsebureauer, rengøring og anden operationel service. Rest er øvrige brancher. I alt er samtlige brancher under ét.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

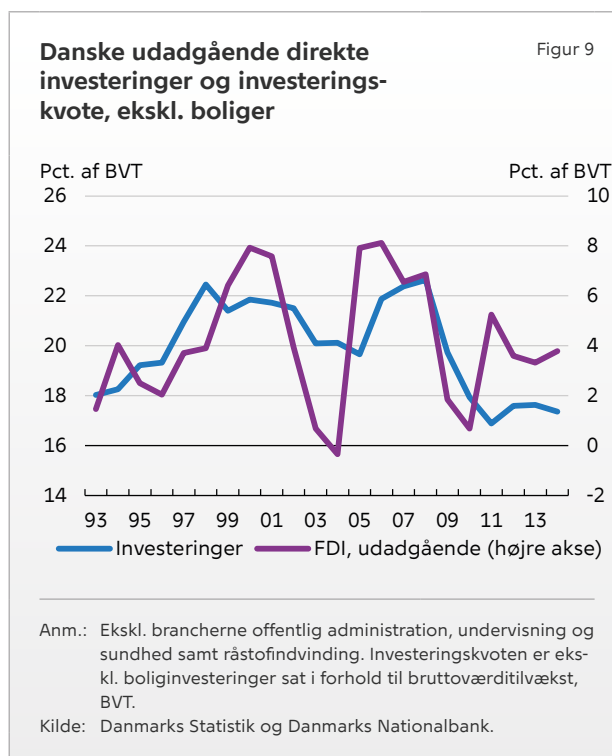


Der kan være flere årsager til denne udvikling. En mulig forklaring er, at virksomheder i de avancerede økonomier via direkte investeringer har flyttet dele af deres produktion til vækstøkonomierne. Hermed vil der være en tendens til, at udadgående direkte investeringer fortrænger investeringer i realkapital i hjemlandet.

Der er dog også andre mulige forklaringer på, at investeringskvoten er faldet blandt de avancerede økonomier, bl.a. at den teknologiske udvikling gør det muligt at udnytte det eksisterende kapitalapparat bedre, at priserne på visse typer af investeringer, fx it, falder, og at en større service-sektor mindsker kapitalintensiviteten i den samlede økonomi.⁷ Desuden skyldes en betydelig del af faldet færre boliginvesteringer, som ikke påvirkes af direkte investeringer.

Udadgående direkte investeringer kan derudover også skyldes, at en virksomhed vokser sig større, hvilket kan have afledte effekter i form af øget aktivitet også i hjemlandet. Der er derfor ingen entydig teoretisk sammenhæng mellem udadgående direkte investeringer og hjemlige investeringer i realkapital. I stedet bliver det et empirisk spørgsmål.

I Danmark genfinder vi ikke den aftagende tendens i investeringskvoten.



Den private sektors investeringskvote ekskl. boliger har ligget i intervallet 20-22 pct. af bruttoværditilvæksten, BVT, i årene op til begyndelsen af finanskrisen, jf. figur 9. I årene efter finanskrisen faldt den kraftigt til omkring 17 pct. af BVT. Nedgangen er ikke blevet modgået af større udadgående direkte investeringer. Tværtimod har investeringskvoten og de udadgående direkte investeringer i nogen grad udviklet sig ens.

Virksomhederne har altså øget investeringerne i realkapital samtidig med, at de har haft flere udadgående direkte investeringer. Det indikerer, at udadgående direkte investeringer i de seneste 20 år ikke har erstattet eller fortrængt danske virksomheders investeringer i realkapital i Danmark. Det understøttes af, at Danmark har et stort overskud på handelsbalancen, hvilket indikerer, at produktion ikke er flyttet ud af Danmark. Om noget vil danske virksomheders internationale ekspansion forøge realkapitalinvesteringer i Danmark. På tværs af lande ser vi ingen sammenhæng mellem udadgående direkte investeringer og indenlandske investeringer i realkapital, jf. boks 3.

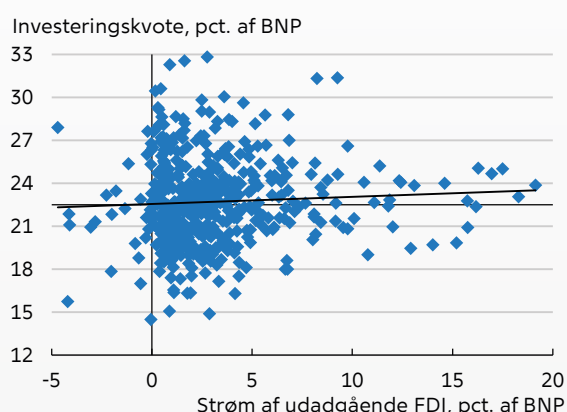
⁷ Se fx Kramp og Pedersen (2015) for en gennemgang af, hvad der driver investeringerne.

Investeringer i realkapital og udadgående direkte investeringer

Boks 3

I boksen undersøger vi sammenhængen mellem investeringskvoter og udadgående direkte investeringer på tværs af 22 OECD-lande over perioden 1990-2014. Et simpelt krydsplot mellem investeringskvoterne og udadgående direkte investeringer indikerer, at der ikke er en statistisk signifikant sammenhæng mellem de to, jf. figur nedenfor.

Udadgående direkte investeringer og investeringskvote, 22 avancerede økonomier, 1990-2014



Anm.: Simpelt krydsplot af investeringskvoter og udadgående direkte investeringer.

Kilde: IMF, OECD, UNCTADSTAT og egne beregninger.

For at undersøge sammenhængen statistisk opstilles en panelmodel, hvor investeringskvoten forklares ved hjælp af udadgående direkte investeringer samt en række kontrolvariable:

$$Invk_t^i = \alpha FDI_ud_t^i + \xi X_t^i + \varepsilon_t^i,$$

hvor $Invk_t^i$ og $FDI_ud_t^i$ er henholdsvis investeringskvoten og udadgående direkte investeringer i procent af BNP i land i på tidspunkt t , og ξX_t^i er en vektor af kontrolvariablene indadgående direkte investeringer, produktionsgab og nominel rente. Hvis udadgående direkte investeringer fortrænger indenlandske investeringer i realkapital, vil $\alpha < 0$. Modellen estimeres både som Ordinary Least Squares, OLS, med tværsnits- og tidsdummyer, med laggede værdier af investeringskvoten (Arellano-Bond) og som differencer. Estimationerne viser, at α ikke er signifikant forskellig fra nul, uafhængig af valget af model. Udadgående direkte investeringer fortrænger således ikke investeringer i indenlandsk realkapital på kort sigt.

Såfremt udflytning af kapital sker langsomt over mange år, bliver det ikke fanget af den estimerede sammenhæng. Det kan derfor på baggrund af denne analyse ikke udelukkes, at udadgående direkte investeringer kan bidrage til at forklare en langsigtet tendens til, at investeringskvoterne i de avancerede økonomier falder.

DANSKE DIREKTE INVESTERINGER PÅ BRANCHE- OG VIRKSOMHEDSNIVEAU

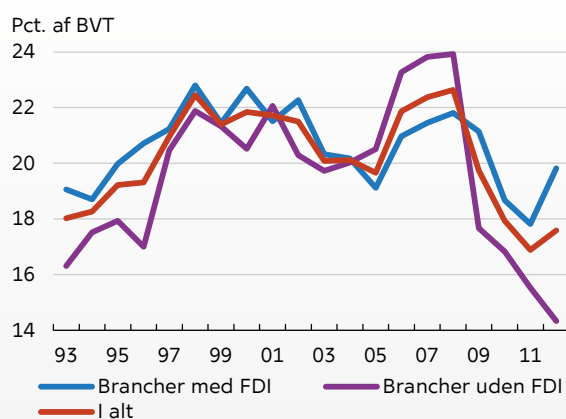
For at vurdere, om der er en sammenhæng mellem udadgående direkte investeringer og investeringer i dansk realkapital, ser vi nærmere på danske branchers og virksomheders investeringer og udadgående direkte investeringer.

Det er ikke alle brancher i Danmark, der har foretaget direkte investeringer i udlandet. Således står 7 af 19 brancher for 93 pct. af beholdningen af udadgående direkte investeringer i 2014. De samme brancher udgør samtidig omkring halvdelen af de samlede danske bruttoinvesteringer (ekskl. boliger) foretaget i Danmark.

Brancherne med direkte investeringer har nogenlunde samme investeringskvote som dem, der ikke foretager direkte investeringer, jf. figur 10. Set over en konjunkturcykel er mønstret i de to branchegrupperinger endvidere tilnærmelsesvis ens. Det tyder på, at virksomhedernes beslutninger om at investere i dansk realkapital ikke

Investeringskvoter i realkapital for brancher med og uden direkte investeringer

Figur 10



Anm.: Investeringskvoterne er opgjort som branchernes investering i realkapital ekskl. boliginvesteringer sat i forhold til branchernes bruttoværditilvækst, BVT. Brancherne med direkte investeringer er industri, energiforsyning, handel, transport, finansiering og forsikring samt vidensservice. Brancherne uden direkte investeringer er landbrug, skovbrug og fiskeri, vandforsyning og renovation, bygge og anlæg, hoteller og restauranter, information og kommunikation, ejendomshandel og udlejning, rejsebureauer, rengøring og anden operationel service, kultur og fritid samt andre serviceydelser og private husholdninger. Offentlig administration, undervisning og sundhed er sammen med råstofindvinding udeladt af beregningerne.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

påvirkes af, om de foretager direkte investeringer i udlandet.

Over en længere periode har udviklingen også været næsten ens i de to grupper. Der har ikke været nogen tendens til, at brancher med udadgående direkte investeringer har hverken reduceret eller øget deres investeringer i realkapital i forhold til andre brancher. Det indikerer, at udadgående direkte investeringer på længere sigt hverken fortrænger eller stimulerer investeringer i realkapital i Danmark.

Endvidere kan man se, at det aktuelt lave investeringsniveau mestendels skyldes lave investeringer i brancher uden direkte investeringer i udlandet, da de i høj grad er orienteret mod hjemmemarkedet. Det illustrerer, at investeringerne i Danmark især hæmmes af, at den indenlandske efterspørgsel er svag.

Ser man på virksomhedsniveau, er der heller ikke noget, der tyder på, at virksomheder med udadgående direkte investeringer adskiller sig fra andre virksomheder med hensyn til deres investeringer i realkapital, jf. boks 4. Samlet set synes direkte investeringer således hverken at fortrænge eller stimulere investeringer i realkapital i Danmark.

DIREKTE INVESTERINGER: FORDELE OG UDFORDRINGER

Direkte investeringer er, som beskrevet, en del af globaliseringen og gør det muligt for virksomhederne at vokse sig større, end hvis de udelukkende opererer inden for ét lands grænser. Hermed kan de bl.a. opnå stordriftsfordele. Ved at producere og sælge i udlandet kan de også hente ny viden og teknologi. Disse forhold indikerer, at multinationale virksomheder kan være mere produktive end lokale. På baggrund af en række studier vurderer bl.a. Produktivitetskommissionen (2013), at danske virksomheder med udenlandske dattervirksomheder og udenlandsk ejede virksomheder i Danmark er mere produktive end andre danske virksomheder.

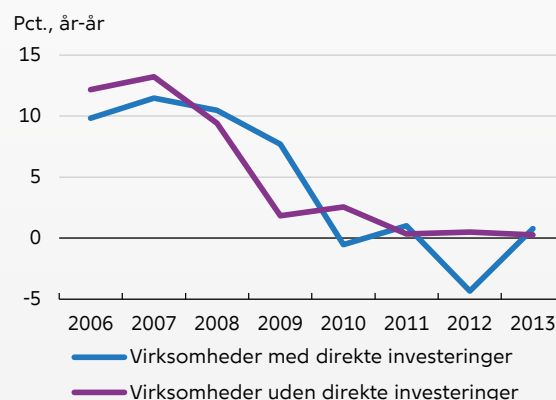
I den offentlige debat er der i højere grad fokus på, om udadgående direkte investeringer fører til tab af arbejdspladser i Danmark. Som vist ovenfor, er der ikke tegn på, at danske udadgående direkte investeringer har fortrængt investeringer i realkapital i Danmark. Dermed bør udadgåen-

Danske virksomheders investeringer, analyse af virksomhedsdata

Boks 4

I boksen sammenlignes udviklingen i anlægsaktiver (både immaterielle og materielle) for virksomheder med og uden beholdninger af direkte investeringer i udlandet. Udviklingen i anlægsaktiverne er en proxy for investeringerne i realkapital. I perioden 2006-13 er den årlige vækstrate i de to gruppers beholdning af anlægsaktiver stort set identisk, jf. figuren nedenfor. Der er således intet, der indikerer, at virksomheder med udadgående direkte investeringer har en anden investeringsadfærd end andre virksomheder.

Årlig vækst i virksomheders beholdning af im- og materielle anlægsaktiver



Anm.: Årlig vækst i procent.

Kilde: Experian, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Data er konstrueret ud fra egne data om virksomheders indad- og udadgående direkte investeringer koblet med data fra Experian om virksomheders årsregnskabsdata. Virksomheder med direkte investeringer er udvalgt ud fra kriteriet, at der for mindst ét af årene 2005-13 har været en positiv bruttobeholdning af investeringer i udlandet, enten i form af egenkapital eller koncernlån. Udsnittet af begge typer virksomheder er holdt konstant i perioden. Det gør vi for at undgå årlige forskydninger i investeringerne som følge af ændringer i antallet af virksomheder. De to udsnit bliver henholdsvis 72.911 og 523 virksomheder uden og med direkte investeringer. I det oprindelige datasæt var der 112.893 virksomheder i 2005 og 165.720 virksomheder i 2013.

de direkte investeringer heller ikke medføre tab af danske arbejdspladser, se også Andersen mfl. (2013). Det stemmer overens med andre studier. På baggrund af en litteraturgennemgang konkluderer bl.a. Copenhagen Economics (2010), at udadgående direkte investeringer ikke har påvirket beskæftigelsen i EU nævneværdigt.

Selv om udadgående direkte investeringer ikke påvirker den samlede beskæftigelse, kan de påvirke beskæftigelse og løn i enkelte brancher. Effekterne på tværs af branche og uddannelsesniveau er dog vanskelige at adskille fra generel teknologisk udvikling, idet et alternativ til flytte produktionen til udlandet kan være at automatisere, jf. DØRS (2004). Begge dele stiller dog krav om fleksibilitet og omstillingsevne på arbejdsmarkedet, samt en løbende opkvalificering. Danmarks fleksible arbejdsmarked, høje uddannelsesniveau og fokus på efteruddannelse betyder, at vi i Danmark i forhold til mange andre lande har gode muligheder for at høste fordelene af direkte investeringer og samtidig modgå mulige negative effekter fra direkte investeringer.

LITTERATUR

Andersen, Christian Helbo, Bjarke Madsen og Sanne Veje Klausen (2013), Direkte investeringer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, Del 1.

Central Statistics Office (2015), Redomiciled PLCs in the Irish balance of payments, *Information notice*, juli.

Copenhagen Economics (2010), Impact of EU outward FDI, Final report, maj.

Danielsen, Troels Kromand og Casper Winther Jørgensen (2015), Ledig kapacitet på arbejdsmarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

DØRS (2004), Udflytning af arbejdspladser, *Dansk Økonomi*, efterår, kapitel 2.

Kramp, Paul Lassenius og Jesper Pedersen (2015), Hvorfor er investeringerne så lave?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Kramp, Paul Lassenius, Maria Hove Pedersen og Lasse Nørgård Vogelius (2014), Udvikling i og afkast af udlandsformuer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Produktivitetskommissionen (2013), Konkurrence, internationalisering og regulering, *Analyserapport* 2.