
Formueindkomst fra udlandet

Robert Wederkinck, Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Danmark har siden 2005 haft betydelige indtægter på betalingsbalanceposten formueindkomst efter mange år, hvor udgifterne oversteg indtægterne. Samtidig er Danmark gået fra at være en skyldnation til at være en kreditornation som følge af de næsten uafbrudte betalingsbalanceoverskud siden 1988. I forhold til det samlede overskud på betalingsbalancens løbende poster er formueindkomstens betydning endda blevet markant forøget, jf. figur 1. Den positive og stigende indtægt fra formueindkomsten medfører, at danskernes indkomst, og dermed forbrugsmuligheder, overstiger indkomsten målt ved den indenlandske værdiskabelse (Danmarks bruttonationalprodukt, BNP)¹. I 2010 gav formueindkomsten således et bidrag (nettoindtægt) til dansk økonomi på 42 mia. kr., svarende til 2,4 pct. af BNP.

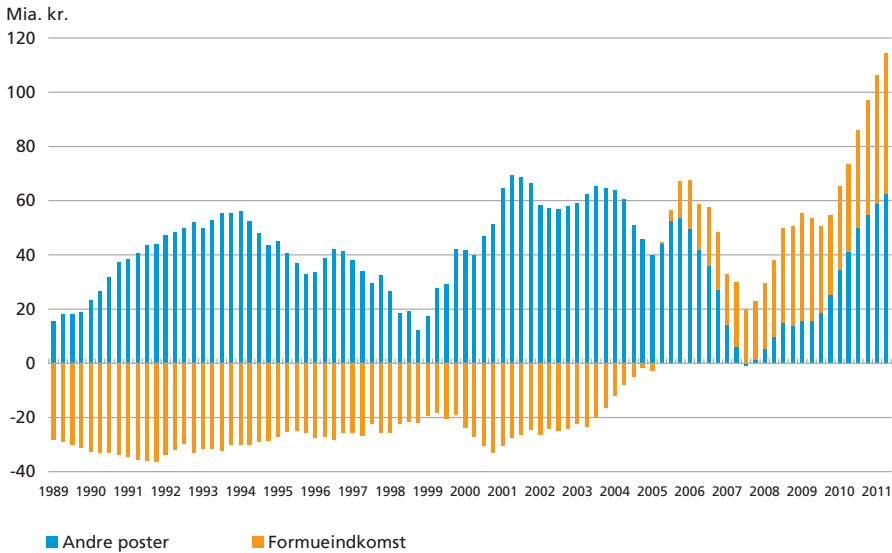
Danmarks aktiver og passiver over for udlandet udgjorde 4.537 henholdsvis 4.356 mia. kr. ultimo 2010, dvs. Danmarks nettoformue var på 181 mia. kr. Sammenholdes denne med formueindkomsten giver det umiddelbart et simpelt afkast på 23 pct. For at forstå, hvordan denne indtægt er fremkommet, er det nødvendigt at se på, hvilke elementer der genererer formueindkomsten. Artiklen giver et overblik over, hvordan Danmarks formueindkomst skabes, og hvilke typer af investeringer der bidrager mest.

Helt overordnet kan Danmarks relativt høje formueindkomst henføres til, at Danmarks investeringsaktiver over for udlandet indeholder mere risiko end vores passiver. Derfor giver aktiverne i de fleste år et større afkast end passiverne. Fx har Danmark nettoformue for direkte investeringer, og de har større risiko og større forventet afkast end obligationer, hvor Danmark har nettogæld. For obligationer gælder endvidere, at danskere har investeret mere i mindre kreditværdige obligationer med længere løbetid, end udlændinge har investeret i tilsvarende danske obligationer.

¹ Ud over nettoformueindkomsten udgøres forskellen mellem BNP og bruttonationalindkomsten, BNI, af nettolønindkomst, som har været negativ i de senere år. I 2010 var der således nettoudgifter for 10 mia. kr. for Danmark på denne post.

BETALINGSBALANCES LØBENDE POSTER FORDELT PÅ FORMUEINDKOMST OG ANDRE POSTER – 4. KVARTAL AKKUMULERET

Figur 1



Anm.: Andre poster er varer, tjenester, lønindkomst og løbende overførsler.
Kilde: Danmarks Statistik.

HVAD ER FORMUEINDKOMST?

Formueindkomst er i betalingsbalancesammenhæng afkastet af den kapital, danskere investerer i udlandet henholdsvis udlændinge investerer i Danmark i form af renter, udbytte og ikke-udloddet indtjening, jf. boks 1. Opgørelsen omfatter således både indtægter og udgifter.

Der vil derfor ofte være en tæt sammenhæng mellem på den ene side formuen over for udlandet og på den anden side formueindkomsten. Er formuen negativ, har landet udlandsgæld og typisk udgifter på formueindkomstposten. Det omvendte gør sig gældende med positiv formue. Denne sammenhæng holder i store træk for Danmark, jf. figur 2.

Grundlæggende ændrer Danmarks formue over for udlandet sig som følge af overskud/underskud på betalingsbalancens løbende poster¹ eller værdiregulering af eksisterende aktiver og passiver. Over et længere tidsforløb udlignes værdireguleringerne dog typisk, og formuen/gælden bestemmes derfor primært af det akkumulerede overskud/underskud på betalingsbalancens løbende poster, jf. figur 3.

I 1988 udgjorde Danmarks udlandsgæld 47 pct. af BNP og formueindkomsten -3,7 pct., mens formuen 1. halvår 2011 var 15 pct. af BNP og for-

¹ Formelt er det udviklingen i Danmarks nettofordringserhvervelse over for udlandet, der er summen af overskuddet på betalingsbalancens løbende poster og kapitaloverførsler, netto. For Danmarks vedkommende er kapitaloverførsler, netto, traditionelt ubetydelige.

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET OG FORMUEINDKOMSTEN AFLEDT HERAF

Boks 1

Danmarks finansielle aktiver og passiver over for udlandet opgøres i henhold til IMF's betalingsbalancemanual (BPM5) og viser værdien af danske residents samlede fordringer på udlændinge (bruttoformue) og udenlandske residents fordringer på Danmark (bruttogæld). Danmarks nettoformue over for udlandet opgøres som bruttoformue fratrukket bruttogæld. Opgørelsen fordeles på indenlandske sektorer og forskellige finansielle instrumenter (investeringstyper). I manualen anvendes følgende opdeling

- Direkte investeringer
- Porteføljeaktier
- Obligationer
- Finansielle derivater
- Andre investeringer
- Reserveaktiver (kun centralbanken).

For den enkelte investor består afkast af investeringer af både rente, udbytte og værdiændringer (valutakursgevinster/tab og prisændringer). I opgørelsen af formueindkomsten indgår kun de to første elementer.

Direkte investeringer er ejerskab på mere end 10 pct. af en virksomhed og underopdeles i posterne egenkapital og koncernlån. Formueindkomsten for direkte investeringer opgøres for egenkapitalinvesteringer som summen af udloppet og ikke-udloppet udbytte, dvs. overskuddet i datterselskaber. For koncernlån består formueindkomsten af rentebetalinger.

Porteføljeaktier er ejerskab under 10 pct., og her registreres alene udloppet udbytte som formueindkomst. Ikke-udloppet overskud vil indgå i prisfastsættelsen af aktier, og dermed i værdien af beholdningen, men indgår ikke i den løbende opgørelse af formueindkomsten. Der vil derfor være en tendens til, at indkomsten afledt af porteføljeaktier undervurderes i forhold til indkomsten registreret for direkte investeringer.

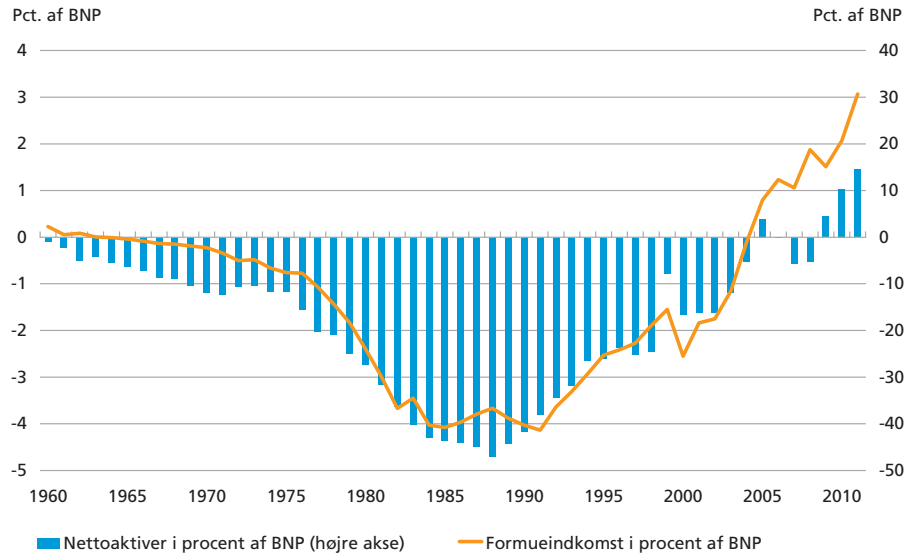
Obligationer er rentebærende gældsinstrumenter, hvor formueindkomsten udgøres af renter. For nulcuponpapirer beregnes fordelt emissionskurstab, der posteres som rente på/af de pågældende papirer.

Finansielle derivater er finansielle instrumenter, hvor prisen afhænger af prisen på det(de) underliggende aktiv(er), der kan være fx aktier, aktieindeks, råvarer, valutakurser mv. I betalingsbalancesammenhæng er der ikke formueindkomst for finansielle derivater, da alle tab/gevinster her bogføres som værdiændringer.

Andre investeringer er bl.a. lån og indskud samt handelskreditter, hvor formueindkomsten består af renter.

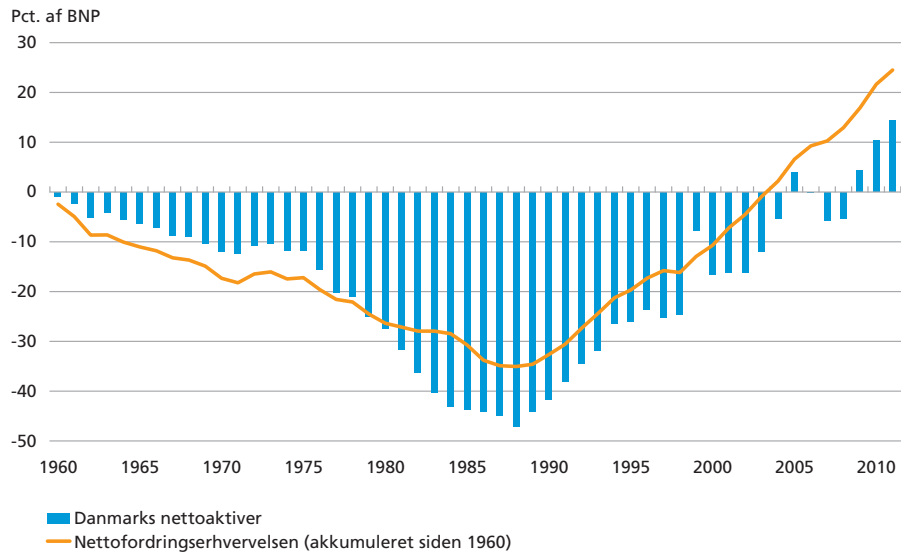
Reserveaktiver er likvide udenlandske aktiver holdt af centralbanken og består primært af korte indskud i udenlandske banker samt obligationer. Formueindkomst herfra består dermed også af rentebetalinger.

mueindkomsten 3,4 pct. af BNP, jf. figur 2. Forholdet mellem gæld/formue på den ene side og udgifter/indtægter på den anden side har dermed ændret sig. Opgørelsen er behæftet med en vis usikkerhed, da der er tale om meget store bruttostørrelser bag de nævnte nettostørrelser.

DANMARKS NETTOAKTIVER OVER FOR UDLANDET OG FORMUEINDKOMST Figur 2


Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank. Tallene for Danmarks nettoaktiver for perioden 1975-90 bygger på beregninger foretaget af Christensen og Hald (2000).

Baggrunden for skiftet er, at sammensætningen af Danmarks aktiver og passiver over for udlandet har ændret sig, kombineret med at renteniveauet er betydeligt lavere i dag.

DANMARKS NETTOAKTIVER OVER FOR UDLANDET OG AKKUMULERET NETTOFORDRINGSERHVERVELSE Figur 3


Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank. Tallene for Danmarks nettoaktiver for perioden 1975-90 bygger på beregninger foretaget af Christensen og Hald (2000).

FORMUEINDKOMST – BEHOLDNINGS- OG AFKASTEFFEKT	Boks 2
Afkastet af den investerede kapital og dermed formueindkomst er:	
Formueindkomst = Beholdning*afkastgrad	(1)
<p>Stiger beholdningen af et givet aktiv, vil formueindkomsten målt i kroner således stige selv ved uændret afkastgrad. Ligeledes vil en uændret beholdning med stigende afkastgrad medføre øget formueindkomst målt i kroner.</p> <p>Udviklingen i formueindkomsten på et givet aktiv kan dermed dekomponeres i en beholdningseffekt og en afkasteffekt.</p> <p>Afkasteffekten afhænger af det pågældende aktivs tilhørende risikoprofil. Ifølge grundlæggende finansieringsteori bør det risikokorrigerede afkast af forskellige investeringer være ens, dvs. for investeringstyper med forskellig grad af risiko skal observeres forskellige afkastgrader. Jo større risiko, jo højere forventet afkastgrad.</p>	

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Danmarks aktiver og passiver over for udlandet er sammensat af en række forskellige finansielle produkter (aktier, obligationer og lån/indskud i banker) med forskellig risiko og forventet afkast. Forskelle mellem de instrumenter, hvor Danmark har formue henholdsvis gæld over for udlandet, i kombination med forskelle i risiko-/afkastprofil, er den primære forklaring på både niveauet og udviklingen i den samlede formueindkomst, jf. boks 2.

På helt overordnet plan kan aktiverne (og passiverne) kategoriseres i tre typer af investeringer. Første type er direkte investeringer, hvor risikoen er høj. Anden type er porteføljeinvesteringer i aktier, som også har høj risiko¹, mens tredje type er långivning² enten i form af almindelige lån eller via udstedelse af obligationer. De to første typer er kendetegnet ved, at afkastet er betinget af, at der skabes et overskud i virksomheden, mens långivning giver anledning til løbende rentebetalinger. Investeringer i aktier er mere risikobetonede end obligationsinvesteringer.

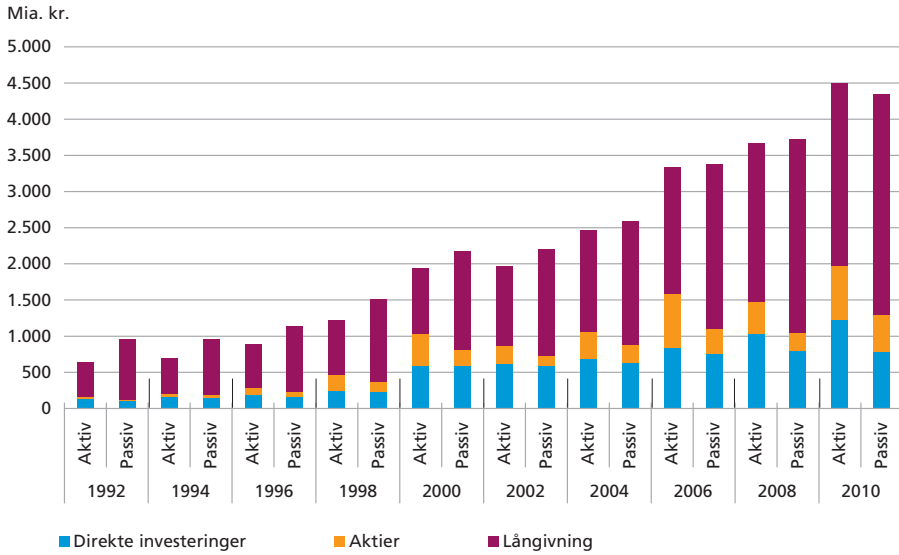
Danmarks aktiver og passiver over for udlandet er vokset fra at udgøre henholdsvis 72 og 106 pct. af BNP i 1992 til ultimo 2010 at udgøre 254 og 239 pct. af BNP. Alene denne beholdningseffekt medfører, at de samlede indtægter og udgifter er vokset markant i løbet af perioden. Kombineres dette med, at der er sket et markant skift i sammensætningen af både aktiver og passiver over for udlandet, jf. figur 4, fås hovedforklaringen bag Danmarks formueindkomst.

¹ Når der differentieres mellem direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i aktier, er det på grund af forskellig opgørelse af formueindkomst for de to investeringstyper, jf. boks 1.

² På passivside er der tale om låntagning og ikke långivning.

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Figur 4



Anm.: Ekskl. finansielle derivater.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Frem til 2004 havde Danmark gæld over for udlandet – hovedsageligt i form af låntagning. Siden 2005 har Danmark øget aktiverne mere end passiverne – som følge af et betydeligt overskud på betalingsbalancens løbende poster – og det er primært gået til direkte investeringer og andre aktieinvesteringer. Danmark har således fortsat gæld vedrørende låntagningen, men har opbygget formue for de to andre investeringstyper. I forhold til tidligere har Danmarks aktiver en ganske anden risiko-profil i dag, og profilen er anderledes end for passiverne. Sammenhængen mellem risiko og afkast tilsiger, at afkastet af aktiverne vil være større end afkastet af passiverne.

AFKAST AF INVESTERINGER

Afkastgraderne for de enkelte investeringstyper fremgår af tabel 1. De er højest for direkte investeringer – både på indtægts- og udgiftssiden – og lavest for porteføljeaktier. Det skyldes, at kun udloddet overskud (dividende) medtages, jf. boks 1. Kursgevinster indgår med andre ord ikke som en del af formueindkomsten, men ses udelukkende som en værdiregulering af investeringerne¹. Stigende aktiekurser, som følge af øget ikke-udloddet overskud, vil derfor øge værdien af aktieformuen.

¹ Ifølge Saabye (2003) svarer udbetalt dividende typisk til et afkast på 1-2 pct.

FORMUEINDKOMST FRA UDLANDET, NETTO FORDELT PÅ BEHOLDNINGS-
OG AFKASTGRADEFFEKT

Tabel 1

Mia. kr.	Faktisk formueindkomst	Beholdningseffekt			Afkastgradeffekt		
		Direkte investeringer	Aktier	Långivning	Direkte investeringer	Aktier	Långivning
1999	-18,8	1,3	2,2	-17,2	1,1	-1,1	-5,1
2000	-33,0	1,2	3,5	-19,9	-12,8	-0,9	-4,1
2001	-24,6	0,6	3,2	-21,4	-1,7	0,4	-5,6
2002	-24,0	1,1	2,8	-16,6	-10,1	0,1	-1,2
2003	-16,2	1,0	2,0	-10,7	-0,3	-1,1	-7,2
2004	-1,5	2,0	2,5	-9,1	5,1	1,1	-3,0
2005	12,2	6,9	4,4	-10,8	7,9	-1,0	4,9
2006	20,1	6,6	10,7	-15,5	15,4	3,5	-0,7
2007	17,8	8,2	9,8	-21,8	7,8	11,4	2,4
2008	32,3	10,7	9,4	-21,1	17,3	8,3	7,8
2009	24,1	12,6	5,0	-11,6	8,1	4,1	5,8
2010	36,1	23,2	4,4	-9,7	3,8	8,0	6,4

Anm.: Beregningerne er ekskl. Danmarks Statistiks opgørelse af formueindkomst vedrørende bygge og anlæg, da der ikke opgøres en beholdning for denne post og dermed ikke kan skelnes mellem de to effekter. Effekterne er beregnet ved se på, hvad formueindkomsten ville være, hvis afkastgraderne henholdsvis beholdningerne var ens på aktiv- og passivside.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Formueindkomsten vil derfor indirekte blive påvirket positivt via en beholdningseffekt, jf. boks 2. For direkte investeringer medtages det samlede overskud/underskud.

Formueindkomsten kan opdeles i en beholdningseffekt og en afkastgradeffekt jf. boks 2. Bidraget til Danmarks nettoindtægt fra de to elementer fremgår af tabel 1.

For især direkte investeringer er der store forskelle fra år til år i betydningen af de to effekter. For långivning er der en klar tendens til, at forskelle i afkastgrad er vendt til en dansk fordel. Dansk låntagning i udlandet, især via salg af stats- og realkreditobligationer, sker nu til et lavere renteniveau end den långivning, som danskere yder til udlandet.

For de forskellige investeringstyper er risikoen givet ved, hvor stor usikkerheden er for, at det faktiske afkast afviger fra det forventede. Jo større usikkerhed, jo større risiko. Det fremgår ligeledes af tabel 2, at det høje afkast på direkte investeringer også følges op af en højere risiko end de andre investeringstyper.

Siden 2004 har afkastet af danske direkte investeringer i udlandet været større end udlandets af deres direkte investeringer i Danmark. En del af forklaringen skyldes en forskellig brancheprofil, jf. tabel 3. Udenlandske investeringer inden for finansieringsvirksomhed mv. udgør således en markant større andel end de tilsvarende danske. Afkastet i denne branche har, som følge af finanskrisen, været beskedent de senere år.

AFKASTGRADER FOR DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET Tabel 2

Pct.	Indtægter			Udgifter		
	Direkte investeringer	Aktier	Långivning	Direkte investeringer	Aktier	Låntagning
1999	5,6	1,2	4,4	5,2	1,7	4,9
2000	8,5	1,4	4,8	11,2	1,7	5,2
2001	5,5	1,5	4,6	5,8	1,4	5,0
2002	3,5	1,8	4,0	5,1	1,8	4,1
2003	4,9	1,5	2,8	4,9	1,9	3,3
2004	6,2	2,2	2,8	5,4	1,8	3,0
2005	10,4	2,2	3,4	9,4	2,5	3,1
2006	8,6	3,7	3,5	6,7	3,0	3,5
2007	8,5	3,6	4,0	7,5	1,6	3,9
2008	7,1	4,1	4,1	5,2	2,4	3,8
2009	5,2	2,6	2,4	4,3	1,6	2,2
2010	6,3	2,5	2,0	5,9	1,1	1,7
Gennemsnit ..	6,7	2,4	3,6	6,4	1,9	3,6
Risiko ¹	1,91	0,94	0,86	1,96	0,50	1,02

Anm.: Afkastgraderne er beregnet ekskl. Danmarks Statistiks opgørelse af formueindkomst vedrørende bygge og anlæg, da der ikke opgøres en beholdning for denne post. Afkastgraden kan derfor ikke beregnes for denne. Se Damgaard mfl. (2010).

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

¹ Risiko er her givet ved standardafvigelsen.

Den anden vej rundt udgør danske investeringer i fremstillingsvirksomhed 25 pct. af danske investeringer i udlandet, men kun godt 12 pct. af udenlandske investeringer i Danmark. Generelt på tværs af brancher har det registrerede afkast været højere for danske investeringer i udlandet end for udenlandske investeringer i Danmark.

DIREKTE INVESTERINGER FORDELT PÅ BRANCHE, GENNEMSITLIG ANDEL AF BEHOLDNINGER OG AFKASTGRAD

Tabel 3

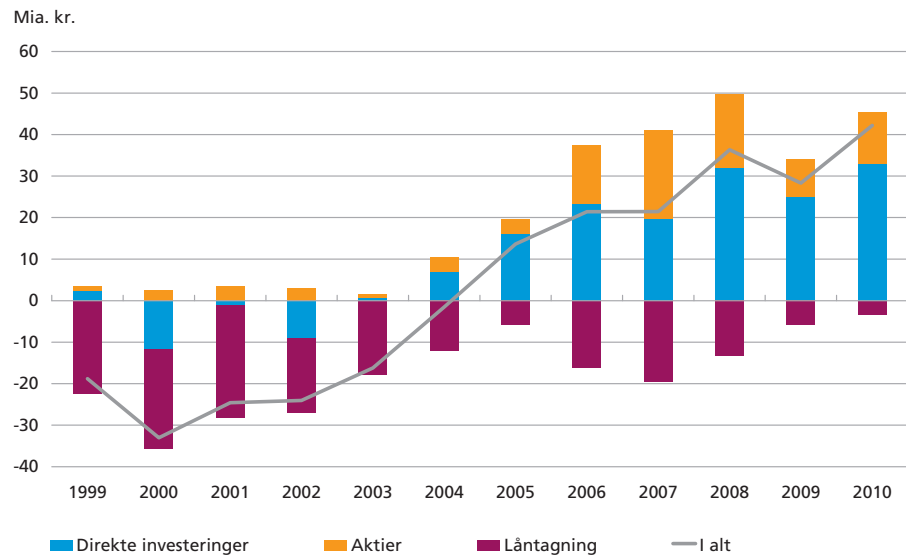
Pct.	Indtægter		Udgifter	
	Andel	Afkast	Andel	Afkast
Energi- og vandforsyning, bygge- og anlægsvirksomhed	1,0	6,3	2,5	0,3
Fast ejendom, udlejning, forretningsservice mv.	24,3	10,1	29,5	4,9
Finansieringsvirksomhed mv. og forsikring og hjælpevirksomheder	11,2	8,0	20,2	6,5
Fremstillingsvirksomhed	25,7	12,6	11,7	10,5
Handel-, hotel- og restaurantvirksomhed	6,5	11,6	11,7	9,8
Landbrug, fiskeri og råstofudvinding	5,0	19,2	2,3	108,9
Offentlig og personlig service	0,5	18,2	0,3	17,1
Transport, oplagingsvirksomhed og kommunikation	10,7	10,5	6,0	3,0
Uoplyst branche	15,1	4,1	15,8	5,5

Anm.: Aritmetisk gennemsnit for 2005-10. Ekskl. formueindkomst fra Danmarks Statistik vedrørende bygge- og anlæg, da der ikke opgøres beholdninger for denne post.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

NETTOFORMUEINDKOMST FORDELT PÅ INSTRUMENT

Figur 5



Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Kombinationen af risikotagning, branchesammensætning og held/dygtighed bidrager dermed til at forklare den overordnet set højere danske afkastgrad.

Den samlede effekt på formueindkomsten af en forskellig sammensætning af aktiver og passiver over for udlandet og tilhørende afkast-/risikoprofil ses tydeligt i figur 5. Nettoindtægten fra direkte investeringer er meget stor i forhold til nettoudgiften for låntagning til trods for, at de to instrumenter numerisk set udgør samme andel af BNP. Lidt populært kan man sige, at Danmark låner billigt i udlandet og investerer midlerne i højt forrentede aktiver, men påtager sig også en risiko.

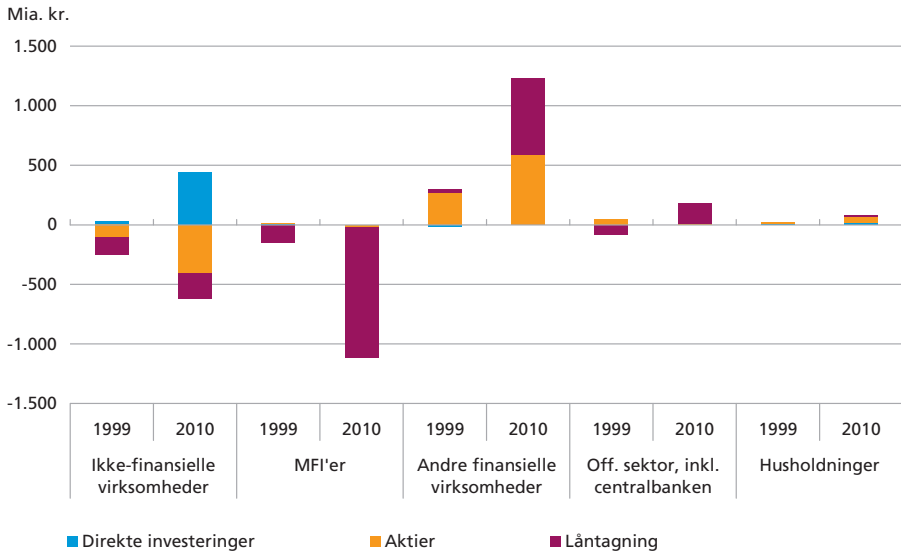
LÅNTAGERE OG INVESTORER

Danmark har, ud over at vende gæld til formue, opbygget store bruttopositioner i forhold til udlandet de seneste tyve år. Opbygningen af de store bruttopositioner kan især henføres til en ændret adfærd blandt de indenlandske sektorer. Fra 1999 til 2010 har danske penge- og realkreditinstitutter (MFI'er) således øget deres låntagning i udlandet med 900 mia. kr., jf. figur 6. Andre lande har haft en tilsvarende udvikling, hvor sammensmeltningen af penge- og kapitalmarkederne globalt set har været efterfulgt af betydelig låntagning og investering på tværs af landegrænser.

Penge- og realkreditinstitutterne har for en stor dels vedkommende kanaliseret midlerne videre til forsikrings- og pensionselskaber samt

SEKTOR- OG INSTRUMENTFORDELING AF DANMARKS NETTOFORMUE VED UDGANGEN AF 1999 HENHOLDSVIS 2010

Figur 6



Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

investeringsforeninger (andre finansielle virksomheder), som så har investeret i udenlandske aktier og obligationer, jf. figur 6. Derudover har en del af låntagningen været anvendt af danske virksomheder til at investere i udenlandske datterselskaber (direkte investeringer). Da danske virksomheder tillige optager lån i udlandet, har de ikke samlet set reduceret deres gæld til udlandet væsentligt, men har ændret sammensætningen ved i stigende grad at kanalisere deres investeringer til udlandet.¹

Den ændrede sammensætning af aktiver og passiver afspejler sig også i formueindkomsten modtaget fra udlandet, jf. figur 7. Det er pensionselskaber, investeringsforeninger og ikke-finansielle virksomheder, som via deres udenlandske investeringer genererer formueindkomsten. Investeringerne er muliggjort af penge- og realkreditinstitutternes udenlandske låntagning. De ikke-finansielle virksomheders indtægter fra høje direkte investeringer modvirkes i et vist omfang af renteudgifter fra udenlandsk låntagning, mens pensionselskaber og investeringsforeninger stort set ikke har udgifter i forhold til udlandet.

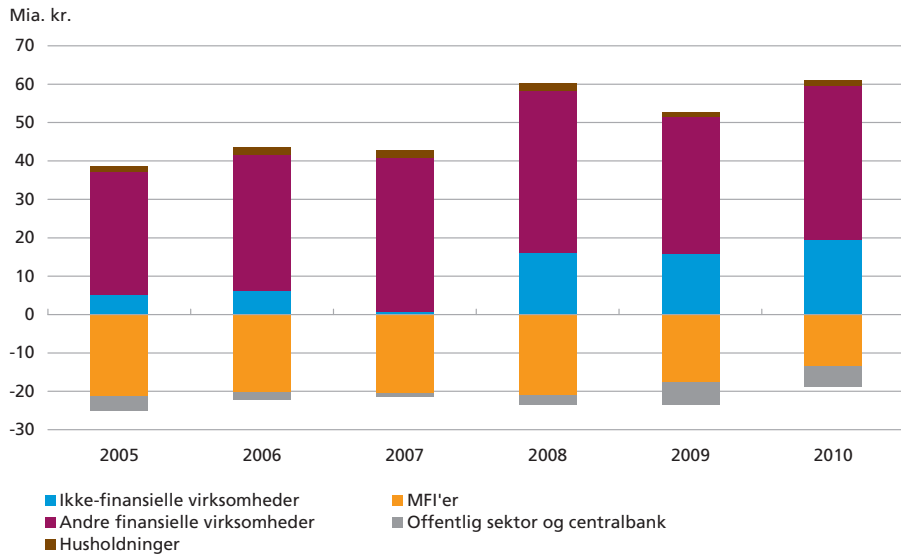
Danske husholdningers låntagning i udlandet og direkte ejerskab over udenlandske aktiver er meget begrænset, jf. figur 6.

Indirekte har husholdningerne dog ejerskab til en betydelig del af Danmarks samlede udenlandske aktiver og passiver og dermed formue-

¹ Nettogælden for aktier afspejler udenlandsk interesse for danske virksomheder, fx Novo Nordisk.

FORMUEINDKOMST (NETTOINDTÆGT) FORDELT PÅ SEKTOR

Figur 7



Anm.: Andre finansielle virksomheder dækker over bl.a. forsikrings- og pensionselskaber samt investeringsforeninger.
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

indkomst. Husholdningernes formue i forsikrings- og pensionselskaber udgør 73 pct. af forsikrings- og pensionselskabernes samlede aktiver.

Samtidig ejer husholdningerne 27 pct. af de danske investeringsforeninger. Dermed tilfalder en stor del af formueindkomsten indirekte husholdningssektoren. På den anden side ejer udenlandske investorer danske realkreditobligationer for 357 mia. kr. ved udgangen af 2010 svarende til en ejerandel på 11 pct. På samme tidspunkt udgjorde udlån til husholdningerne 60 pct. af realkreditinstitutternes samlede lån. Reelt bærer husholdningerne dermed en betragtelig del af de renteudgifter til udlandet, som realkreditinstitutterne umiddelbart betaler.

Den beskrevne udvikling i danske husholdningers låntagning og investering, og den heraf følgende risikoprofil, bidrager dermed til at forklare, at Danmark har positiv nettoformueindkomst i forhold til udlandet. Husholdningernes formue og gæld er nærmere behandlet i en anden artikel i denne kvartaloversigt, Isaksen mfl. (2011).

LITTERATUR

Christensen, Tom Nordin og Jens Hald (2000), Danmarks udlandsgæld fra 1960-99, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Damgaard, Jannick, Mathies Lau Friis Laursen og Robert Wederkinck (2010), Forecasting direct investment equity income for the Danish balance of payments, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 65.

Isaksen, Jacob, Paul Lassenius Kramp, Louise Funch Sørensen og Søren Vester Sørensen (2011), Husholdningernes opsparing og gæld – et internationalt landestudie, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Saabye, Niki (2003), Risikopræmien på aktier, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.