

De private finansielle konti i ADAM

Resumé:

Dette papir analyserer de private finansielle konti, som indgår i ADAM. Fokus er på afgrænsningen af indkomst og formue i ADAMs forbrugsfunktion og på bestemmelsen af selskabernes opsparing. Problemstillingerne er velkendte. Hvordan håndteres pensionsopsparing og pensionsformue i forhold til forbrugsfunktionen? Skal man bruge den samlede private sektors indkomst og formue i forbrugsfunktionen eller kun husholdningernes? Hvordan bestemmer man selskabernes opsparing?

Spørgsmålene belyses vha. udviklingen i de pågældende ADAM-variable siden 1971, og især siden 1995 hvor nationalregnskabet finansielle konti indgår i modellens datagrundlag.

Nøgleord: Opsparingsbalance, finansiel sektor

Modelgruppepapirer er interne arbejdsrapporter. De konklusioner, der drages i papirerne, er ikke endelige og kan være ændret inden opstillingen af nye modelversioner. Det henstilles derfor, at der kun citeres fra modelgruppepapirerne efter aftale med Danmarks Statistik.

Indledning

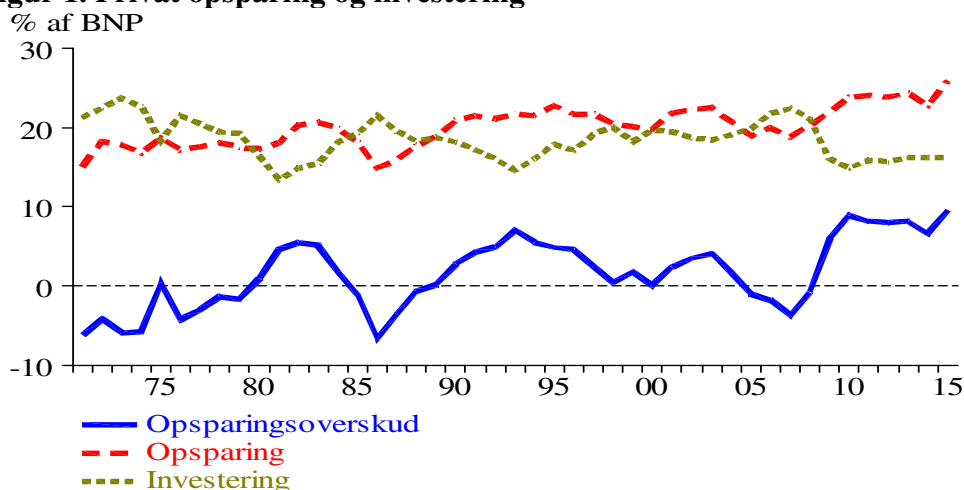
ADAM-modellen anvender nationalregnskabets finansielle konti suppleret med en række variable, der udvider beskrivelsen af pensionsformuen. Udviklingen i de finansielle fordringer afspejler og opsamler det realøkonomiske forløb i indkomst, forbrug og investering. Desuden påvirker de finansielle formuer forbrugsefterspørgslen, så samspillet mellem de reale og finansielle størrelser går begge veje.

Det private opsparingsoverskud afspejler konjunktoren

Den private opsparing svarer til den private disponible indkomst minus det private forbrug. Den private investering afspejler virksomhedernes behov for at udbygge kapitalapparatet. Under en højkonjunktur er forbruget højt, så opsparingen er lav, og samtidig er investeringsniveauet højt, fordi virksomhederne har brug for at udvide deres kapitalapparat. Under en lavkonjunktur er investeringen lav og opsparingen høj.

De modsat rettede konjunktursving i opsparing og investering skaber tilsammen en tydelig konjunktur i den private sektors opsparingsoverskud, dvs. opsparing minus investering. Under en højkonjunktur har den private sektor som regel et opsparingsunderskud, og under en lavkonjunktur har sektoren som regel et opsparingsoverskud, jf. figur 1, der viser bevægelserne i den private opsparing og investering fra 1971 til 2015.

Figur 1. Privat opsparing og investering

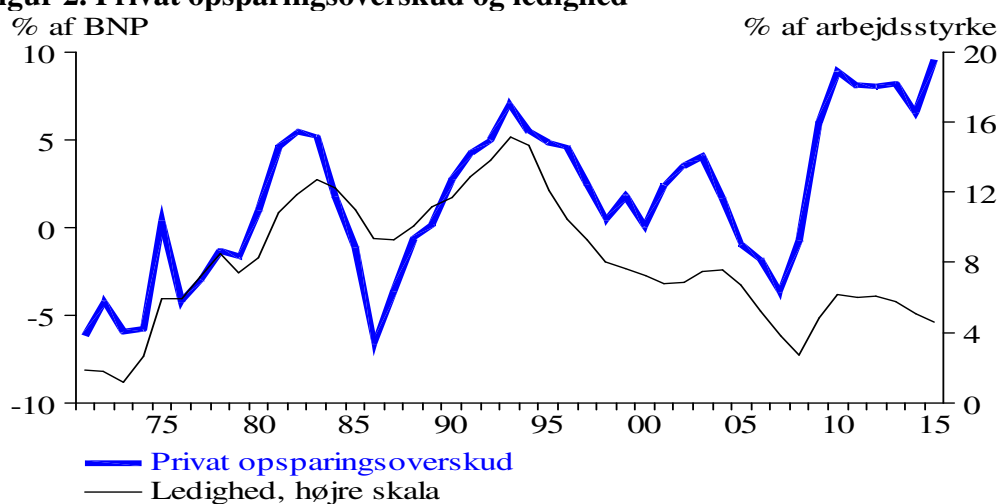


Det konjunkturfølsomme opsparingsoverskud svinger op og ned men har i størstedelen af den viste periode også en underliggende stigning. Stigningen afspejler, at det private investeringsniveau var højt i begyndelsen af 1970'erne og i 2015 er investeringsniveauet stadig lavt efter finanskrisen. Forskellen på dengang og nu kan både afspejle en forskel på konjunktursituationen og en mere langsigtet udvikling i kapitalbehovet. Dertil kommer, at opsparingsoverskuddet løftes af en gradvist stigende tendens i den private opsparing i forhold til BNP. Den stigende tendens i den private opsparing kan fx skyldes, at udbygningen af

de obligatoriske pensionsordninger og reduktionen af rentefradragets værdi siden 1970'erne har øget den private opsparing.

Den stigende trend i opsparingsoverskuddet er forholdsvis tydelig i figur 1, og konjunktoren i opsparingsoverskuddet er så tydelig, at det er nemmere at aflæse konjunkturudviklingen i det private opsparingsoverskud end i ledigheden. For ledigheden har ikke svinget om en monoton trend siden 1971, jf. figur 2. Fx var ledighedsprocenten (registreret bruttoledighed) større under højkonjunktoren i midten af 1980'erne end under den seneste lavkonjunktur, som finanskrisen skabte.

Figur 2. Privat opsparingsoverskud og ledighed



Opsparingsoverskuddet opsamles i den finansielle formue

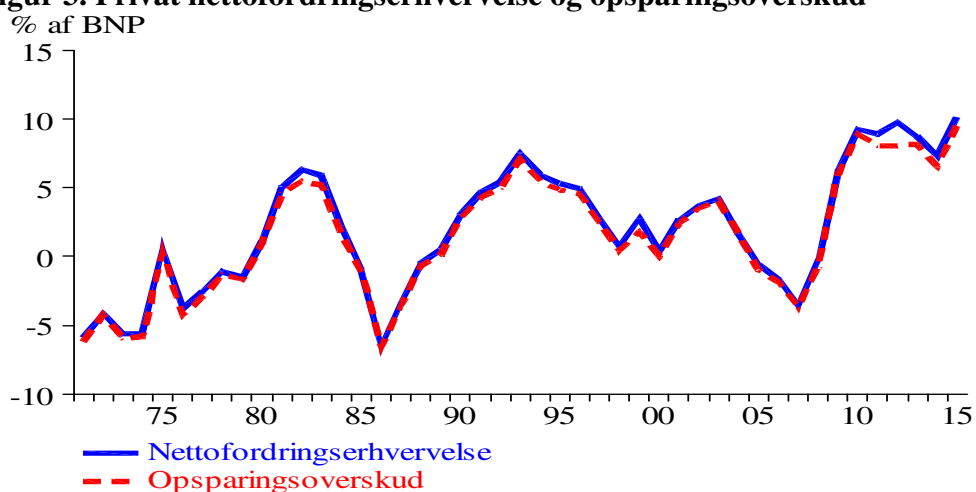
Den private sektor bruger et positivt opsparingsoverskud til at købe finansielle aktiver for, så sektoren forøger typisk sin beholdning af finansielle aktiver under en lavkonjunktur. Under en højkonjunktur finansierer den private sektor sit opsparingsunderskud ved at sælge ud af sine finansielle aktiver eller optage lån. Nettokøbet af obligationer, aktier og andre aktiver minus optagelsen af lån og andre passiver kaldes ofte nettofordrings erhvervelsen.

Den samlede nettofordrings erhvervelse svarer ikke helt til opsparingsoverskuddet, for den private sektor har også en beskedent nettoindtægt fra kapitaloverførsler. Kapitaloverførsler er enkeltstående overførsler, der i modsætning til løbende overførsler ikke regnes med i sektorens indkomst. Dermed er nettoindtægten fra kapitaloverførsler ikke en del af det private opsparingsoverskud, men ligesom opsparingsoverskuddet bliver nettoindtægten fra kapitaloverførsler placeret i finansielle fordringer.

Kapitaloverførslerne fylder kun lidt, jf. figur 3, der viser, at nettofordrings erhvervelsen er tæt korreleret med opsparingsoverskuddet. Den klart største afvigelse er på 1,7 pct. af BNP og ligger i 2012, hvor den offentlige sektors tilbagebetaling af efterlønsbidrag optræder som en kapitaloverførsel, der øger den

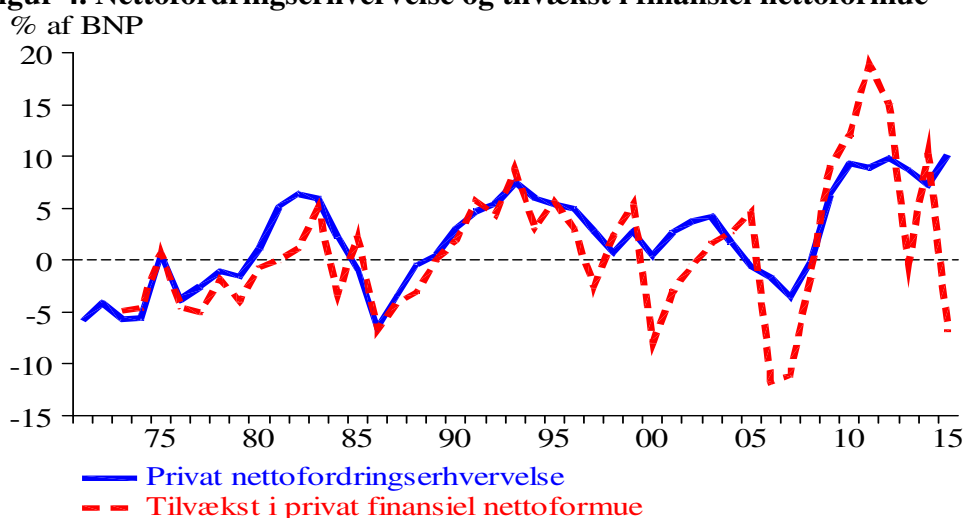
private sektors nettofordringserhvervelse uden at påvirke hverken indkomst eller opsparingsoverskud.

Figur 3. Privat nettofordringserhvervelse og opsparingsoverskud

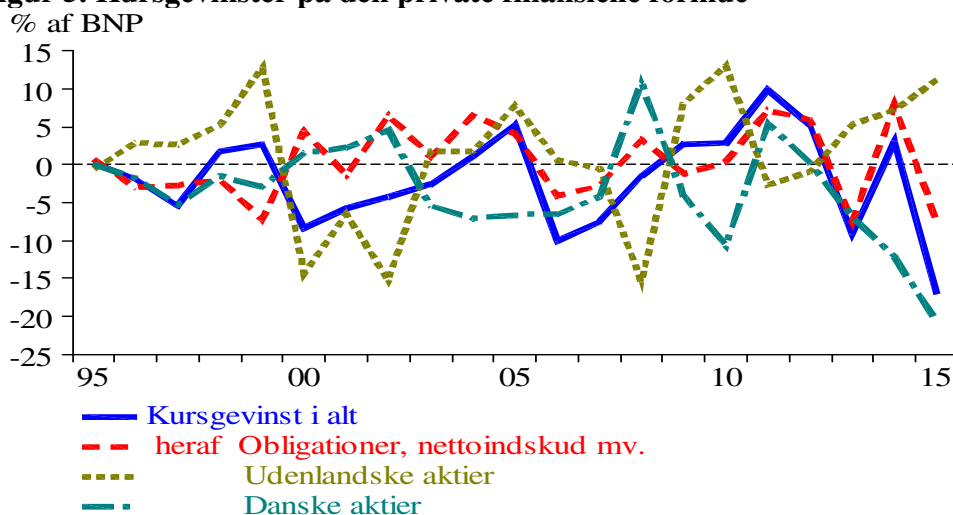


En sektors nettoerhvervelse af finansielle fordringer i et givet år er ikke det samme som stigningen i sektorens finansielle nettoformue fra primo til ultimo året, jf. figur 4. Forskellen på den private fordringserhvervelse og ændringen i den finansielle nettoformues markedsværdi udgøres af kursgevinster og kurstab på de finansielle fordringer, herunder nedskrivning af udlån og lignende.

Figur 4. Nettofordringserhvervelse og tilvækst i finansiell nettoformue



Kursbevægelsen på den private finansielle nettoformue er i figur 5 fordelt på indenlandske og udenlandske aktier og på obligationer mv. Det fremgår, at den samlede kursgevinst i høj grad har været drevet af kursgevinsten på obligationer mv., især i den sidste halve snes år. Der er også betydelige kursændringer på både udenlandske og indenlandske aktieværdier; men disse kursændringer er negativt korreleret, så den samlede private kursgevinst på aktier er forholdsvis beskedent.

Figur 5. Kursgevinster på den private finansielle formue

Den negative korrelation mellem den private sektors kursgevinst på henholdsvis udenlandske og danske aktier afspejler ikke, at de bagvedliggende aktiekurser korrelerer negativt. Udenlandske og danske aktiekurser korrelerer positivt, fx faldt kursen på både udenlandske og danske aktier i 2008. Den private sektors kursgevinst på danske aktier i 2008 afspejler, at de danske selskabers samlede aktiekapital indgår som et passiv i den private sektors nettoformue. Dermed er den private sektors nettoposition i danske aktier et passiv, hvis størrelse modsvarer beholdningen af danske aktier i udlandet og i den offentlige sektor. Kursfald på et passiv skaber kursgevinst på nettoformuen.

Formuen påvirker forbruget

Den private sektors finansielle formue er blandt andet interessant, fordi den sammen med sektorens indkomst er med til at bestemme det private forbrug. Udover den finansielle nettoformue er det normalt at medtage boligernes markedsværdi i den formue, som bestemmer det danske privatforbrug, men der er naturligvis forskel på boliger og finansielle aktiver.

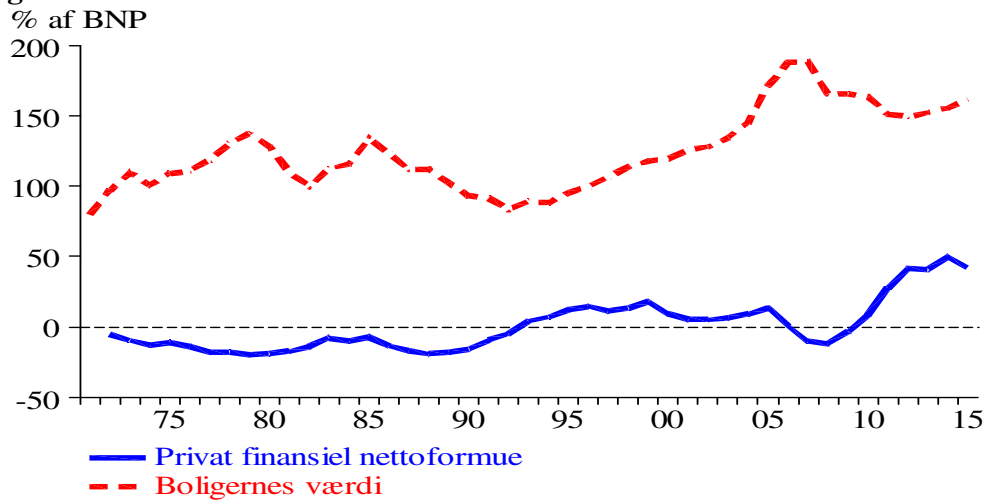
Den private sektors finansielle nettoformue består af fordringer på de to andre sektorer, udlandet og det offentlige. Fordringer inden for den private sektor, fx bank- og realkreditlån til danske virksomheder og husholdninger, påvirker ikke den samlede private finansielle nettoformue, da de optræder på både aktiv- og passivside. Boligernes værdi repræsenterer ikke en fordring på andre sektorer, og det kunne være et argument imod at medtage boligernes værdi i formuebegrebet. Man kan dog medtage boligerne med den begrundelse, at det i dansk økonomi er forholdsvis let at belåne boligernes markedsværdi. Boligerne er normalt med i danske modeller formuebegreb.

Den private sektors finansielle nettoformue er i figur 6 vist sammen med boligværdien.¹ Siden 1970'erne og 1980'erne er den private finansielle nettoformue gået fra at være negativ til at være overvejende positiv. Boligernes markeds-

¹ Boliger omfatter her husholdningernes boliger opgjort af Danmarks Statistik siden 2004 og ført tilbage i tid ved hjælp af bl.a. Nationalbankens opgørelse i Olesen og Pedersen (2006).

værdi er også vokset i forhold til BNP siden 1970'erne og 1980'erne, men figuren illustrerer, at den finansielle formue og boligformuen ikke vokser i takt.

Figur 6. Privat formue



Det er forholdsvis nemt at se en positiv korrelation mellem boligernes værdi og konjunkturudviklingen. Boligernes markedsværdi var fx høj under højkonjunktureren i midten af 1980'erne, hvorefter værdien faldt og passede et lavpunkt under lavkonjunktureren i første halvdel af 1990'erne. Boligværdien toppede under højkonjunktureren umiddelbart før finanskrisen og er faldet tilbage under den efterfølgende lavkonjunktur.

Det er sværere at se konjunkturforløbet i den finansielle nettoformue. Som nævnt er det let at se konjunkturforløbet i den private sektors opsparingsoverskud og fordringsrhvervelse. Konjunkturforløbet i den finansielle formue er imidlertid forsinket i forhold til fordringsrhvervelsen. Fx bunder fordringsrhvervelsen med negative værdier midt under højkonjunktureren i midten af 1980'erne, men den finansielle nettoformue bunder ikke før slutningen af 1980'erne, hvor fordringsrhvervelsen skifter fra negative til positive værdier.

Dertil kommer, at den private finansielle formue også er påvirket af kursændringer. Fx afspejler dykket i den finansielle formue i årene før finanskrisen i 2008 ikke blot, at den private sektor havde et opsparingsunderskud og solgte finansielle fordringer under den højkonjunktur, som blev afsluttet af finanskrisen. Der var også tale om kurstab, fordi kursen på selskabernes aktiekapital steg under højkonjunktureren.

Sammenhængen fra den private formue og indkomst over til det private forbrug skabes i ADAM vha. en forbrugsfunktion, der gør forbruget C til en funktion af indkomst Y og formue W . På stiliseret form har vi:

$$C = c_1 \cdot Y + c_2 \cdot W \quad (1)$$

Hvor c_1 og c_2 er positive koefficienter. Formuen afhænger af opsparingen, så ADAM har også en formueligning, der på stiliseret form bestemmer formuen ved årets udgang som formuen ved udgangen af det foregående år W_{-1} plus årets opsparing, der svarer til $Y - C$:

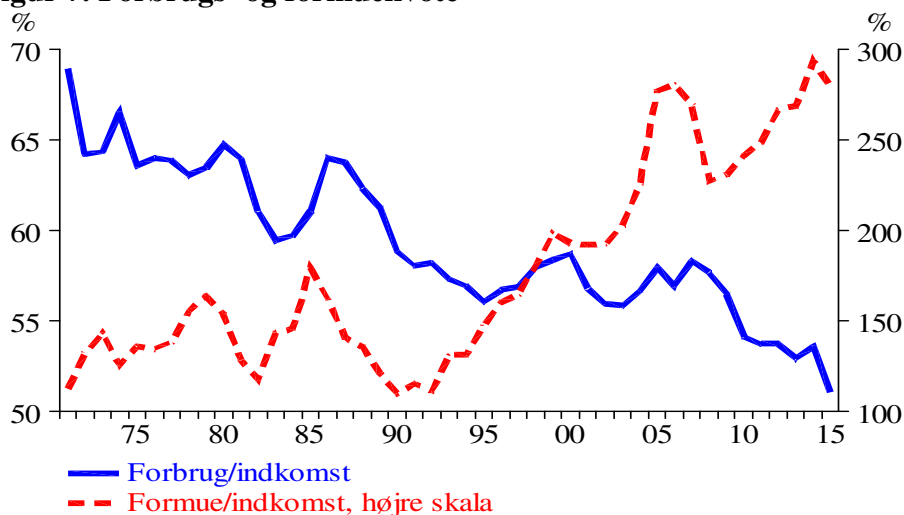
$$W = Y - C + W_{-1} \quad (2)$$

De to ligninger beskriver samspillet mellem forbrug og formue, og de to ligninger bestemmer begge dele med indkomsten som den eksogene variabel. Hvis fx formuen vokser, øger det forbruget. Derved reduceres opsparingen, og det nedkorrigerer væksten i formuen.

Ved en illustration af forbrugsfunktionen i (1) er det hensigtsmæssigt at dividere med indkomsten, $C/Y = c_1 + c_2 \cdot W/Y$, og sammenholde forbrugskvoten med formuekvoten, dvs. henholdsvis forbrug og formue sat i forhold til den private sektors disponible indkomst. Formuen er her summen af den private sektors finansielle nettoformue og boligernes markedsværdi. De to kvoter er vist i figur 7.

Man kan godt se nogle delperioder med den forventede positive korrelation mellem formue- og forbrugskvoten. Fx topper formuekvoten et år før forbrugskvoten i midten af 1980'erne, og det kan afspejle, at rentefald og medfølgende opgang i boligpriserne var med til at løfte forbruget dengang. De to kvoter er også positivt korreleret i forløbet op til og umiddelbart efter finanskrisen.

Figur 7. Forbrugs- og formuekvote



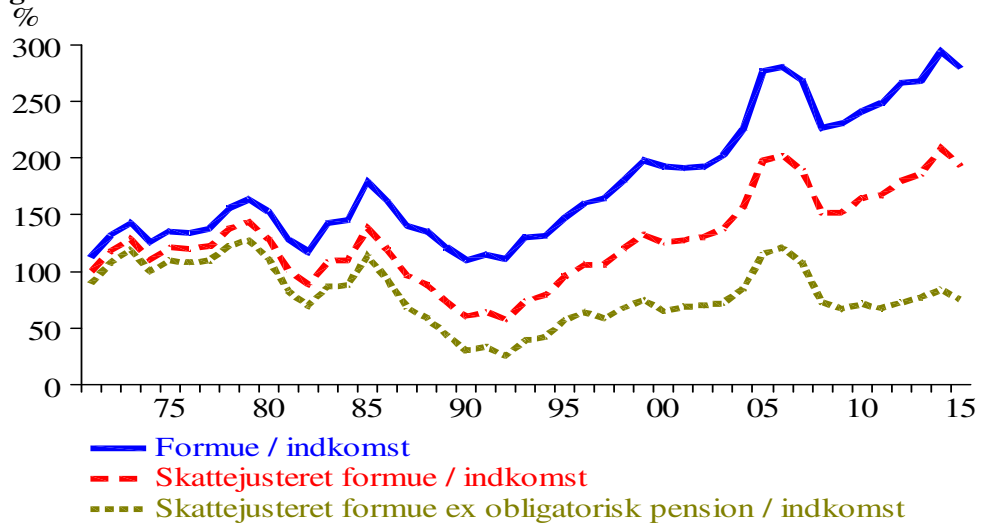
Set over hele forløbet siden starten af 1970'erne er der imidlertid ingen positiv korrelation mellem de her definerede forbrugs- og formuekvoter. Tværtimod, har forbrugskvoten faldende tendens i hele perioden, mens formuekvoten har sit højeste niveau ved periodens slutning. Den manglende korrelation kan have flere årsager, herunder indflydelsen fra pensionsformue og pensionsopsparing.

Pensionsopsparingens rolle i forbrugsbestemmelsen

I ADAM-modellen er det ikke pensionsformuens fulde markedsværdi men pensionsformuens skattejusterede værdi, som bruges til at bestemme den private sektors forbrug. Mange pensioner beskattes ved udbetaling, så den opsavede pensions reelle værdi fremkommer ved at gange med én minus skattesatsen. Denne skattejustering reducerer størrelsen på den støt voksende pensionsformue, og det dæmper opgangen i den samlede formuekvote. Den skattejusterede formuekvote stiger dog også, jf. figur 8.

Skattejusteringen er lavet vha. ADAM's databank. Den del af pensionsformuen, der udbetales i rater, beskattes som almindelig indkomst, mens éngangsudbetalinger beskattes som særlig indkomst. Hvis pensionsbidragene ikke kan trækkes fra i den skattepligtige indkomst, er der heller ikke skat på udbetalingen, og den pågældende pensionsformue skal ikke skattejusteres.

Figur 8. Formuekvoter



Stigningen i formuekvoten skabes i høj grad af den betydelige del af pensionsformuen, som vedrører obligatoriske pensionsordninger, herunder de arbejdsmarkedspensioner, der i 1991 kom ind overenskomsterne på hele LO/DA området. Empirien på både mikro- og makrodata tyder på, at den obligatoriske del af pensionsformuen ikke påvirker det private forbrug i samme omfang som den konventionelle finansielle formue, en formueejer kan anvende her og nu, jf. Chetty m.fl. (2012) og Sønnichsen (2016).

Forbrugernes manglende indregning af den obligatoriske pensionsformue afspejler formentlig, at man formelt ikke kan belåne og anvende en sådan formue her og nu; men derudover kan det også afspejle, at en pensionsformue kan reducere adgangen til gratis ydelser.

De empiriske resultater taler for at holde den obligatoriske del af pensionsformuen uden for den forbrugsbestemmende formue. Hvis man gør det, får man en formuekvote med samme konjunktursving som den oprindelige forbrugskvotens, men uden opadgående trend, jf. ovenstående figur 8. Det er nemmere at relatere forbrugskvoten til en formuekvote uden opadgående trend, og det taler for at udelade eller i hvert fald nedvægte de obligatoriske pensionsordninger, når man afgrænser den forbrugsbestemmende formue.

Man skal også overveje pensionsordningernes rolle, når man afgrænser den forbrugsbestemmende indkomst.

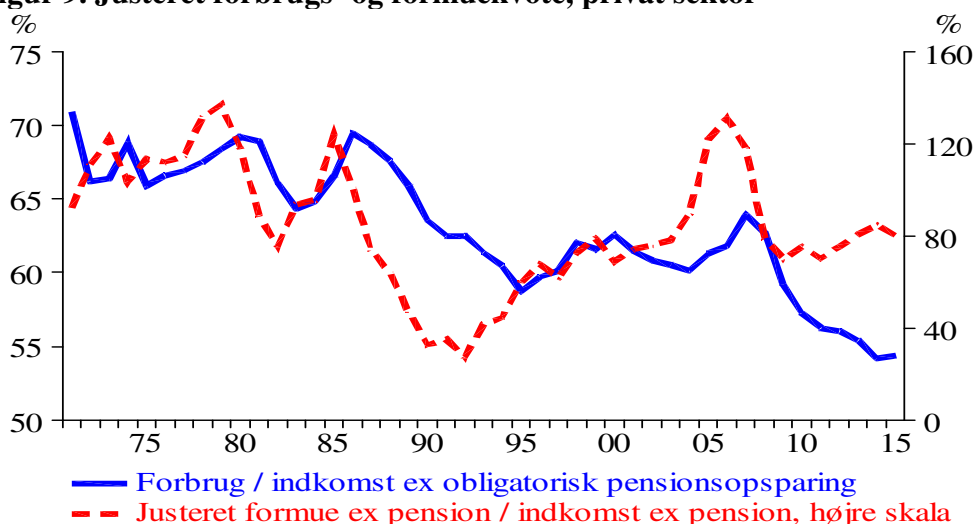
Når fx en lønmodtager indbetaler til en obligatorisk pensionsordning, deponerer vedkommende råderetten over det indbetalte pensionsbidrag, der opsamles i en formue. Indbetaleren har imidlertid ikke mistet ejendomsretten, for som

medlem af en pensionsordning ejer man en andel af pensionsordningens formue. Så det er naturligt at kontere pensionsformuerne i fx pensionskasser og livsforsikringer som en del af husholdningernes formue, mens de indbetalte bidrag og rentetilskrivningen på pensionsformuen konteres som en del af husholdningernes opsparing. Samtidig konteres de udbetalte pensioner ikke som en indkomst, men som en formuetransaktion, der gør formuen likvid.

Selvom det er naturligt at kontere pensionsopsparingen som en del af husholdningernes opsparing, er det ikke nødvendigvis sådan, pensionsopsparingen opfattes. Ligesom lønmodtagerne ikke regner med deres obligatorisk opsparede pensionsformue på samme måde, som de regner med friværdien i deres bolig, opfatter de heller ikke de overenskomstbundne pensionsbidrag som en normal opsparing. Obligatoriske pensionsbidrag ses mere som en slags skat. Lønmodtagerne opfatter næppe heller afkastet af pensionsformuen som en normal del af deres opsparing, og som pensionister vil de nok i høj grad opfatte den udbetalte arbejdsmarkedspension som en social ydelse, der øger deres disponible indkomst.

Man kan ikke på forhånd vide, hvordan indkomst og formue bedst afgrænses, når formålet er at bestemme forbruget. Afgrænsningen er et empirisk spørgsmål. Figur 9 viser forbrugs- og formuekvote med indkomsten opgjort ex obligatorisk pensionsopsparing. Formuen er opgjort ex obligatorisk pensionsformue, og den medtagne frivillige pensionsformue er opgjort efter skat. Den således justerede formue er allerede vist i figur 8, men i figur 9 er den justerede formue sat i forhold til den private disponible indkomst ex obligatorisk pensionsopsparing.

Figur 9. Justeret forbrugs- og formuekvote, privat sektor



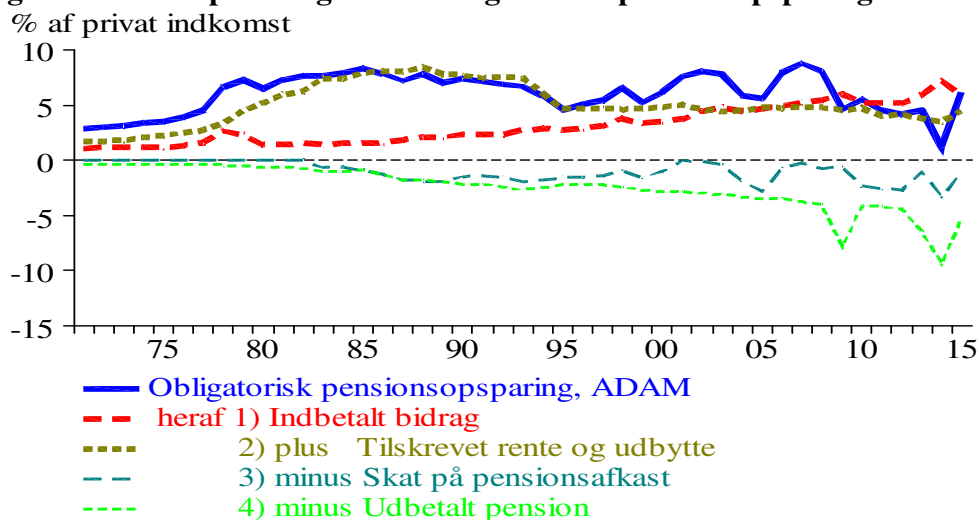
De justerede forbrugs- og formuekvoter i figur 9 korrelerer bedre end de rå kvoter, der blev vist i figur 7. Fx er der mindre forskel på de justerede kvoters trend. Det skyldes især, at den justerede formuekvote har et mere fladt forløb. Samtidig har justeringen af indkomstbegrebet gjort forbrugskvotens faldende tendens mindre monoton, men det har ikke helt fjernet forbrugskvotens faldende tendens at trække den obligatoriske pensionsopsparing ud af indkomsten.

ADAMs data for pensionsopsparingen

I 1970'erne voksede den obligatoriske pensionsopsparing som andel af den private sektors indkomst; men siden 1980'erne har pensionsopsparingens andel nærmest været vigende, jf. figur 10, der også dekomponerer pensionsopsparingen. Det kan måske undre, at den obligatoriske pensionsopsparing ikke stiger ift. indkomsten i en periode, hvor arbejdsmarkedspensionerne udvides markant.

Den obligatoriske pensionsopsparing kan i ADAM opdeles i fire delkomponenter: 1) det indbetalte pensionsbidrag plus 2) det tilskrevne afkast af rente og udbytte minus 3) skatten på pensionsafkastet minus 4) de udbetalte pensioner, jf. figur 10.

Figur 10. Dekomponering af den obligatoriske pensionsopsparing



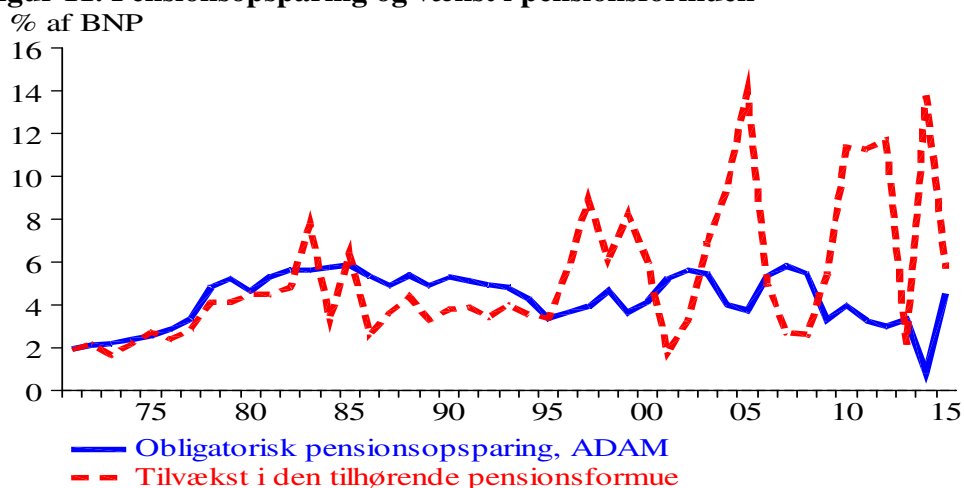
Indbetalingen til de obligatoriske pensionsordninger er siden 1980'erne steget mere end den private indkomst, og det passer med, at de obligatoriske pensionsordninger er vokset. Udbetalingen af pensioner har ved nystartede ordninger et lavere niveau end indbetalingerne, så den stigende tendens i udbetalingerne har modereret men endnu ikke knækket stigningen i pensionsopsparingen. I 1980'erne øgede man skatten på pensionsafkast, og det bidrog til at dæmpe pensionsopsparingens andel i indkomsten. Efter 1980'erne er pensionsopsparingens indkomstandel blevet holdt nede af et faldende bidrag fra renter og udbytter. Det faldende bidrag afspejler, at renteniveauet faldt i første halvdel af 1990'erne og efter finanskrisen.

Dekomponeringen i figur 10 illustrerer desuden, at nogle af udsvingene i pensionsopsparingen er skabt af udsving i den volatile pensionsafkastskat (PAL), der også påhviler kursstigninger. Et par af de seneste udsving i den obligatoriske pensionsopsparing afspejler, at den udbetalte pension omfatter provenuet fra ophævede pensionsordninger, SP-ordningen i 2009 og i de seneste år kapitalpensioner med udskudt beskatning. Pensionsbidraget stiger, når pensionsordninger ophæves, fordi det hævdede provenu typisk indbetales i en anden pensionsordning, men stigningen i indbetalt bidrag er åbenbart mindre end stigningen i udbetalt pension.

Differencen mellem ind- og udbetaling afspejler, at man betaler skat af prove-
nuet fra en ophævet pensionsordning, og man får ikke skattefradrag for indbe-
talingen til den alderspensionsordning, som typisk afløser kapitalpensionen.
Skattereglerne indebærer, at de seneste års dyk i pensionsopsparingen er ledsa-
get af en unormal høj skat på hævdede pensionsordninger. Så en eventuel for-
brugseffekt af det midlertidige fald i pensionsopsparingen modvirkes af en
midlertidig stigning i skatten på ophævede pensionsordninger.

Det må også bemærkes, at nedgangen i det samlede rente- og udbytteafkast på
den obligatoriske pensionsformue har været ledsaget af en opgang i kursgevin-
sten på pensionsformuerne, herunder kursgevinsten på den stigende aktieandel
i pensionsformuerne. Kursgevinsternes betydning fremgår af figur 11, der
sammenholder pensionsopsparingen med den årlige tilvækst i pensionsformu-
en. Pensionsformuens tilvækst i et enkelt år minus årets pensionsopsparing
afspejler årets kursgevinst på pensionsformuen. Finansielle kurser er volatile,
men siden 1995 har summen af positive kursgevinster været større end sum-
men af negative.

Figur 11. Pensionsopsparing og vækst i pensionsformuen



Figur 11 illustrerer også, at kursgevinsten korrelerer negativt med pensionsop-
sparingen. Det skyldes, at kursgevinsten som nævnt medgår i det skattepligtige
pensionsafkast. Jo højere kursgevinst, jo mere skal der betales i skat, og jo
mindre bliver pensionsopsparingen.

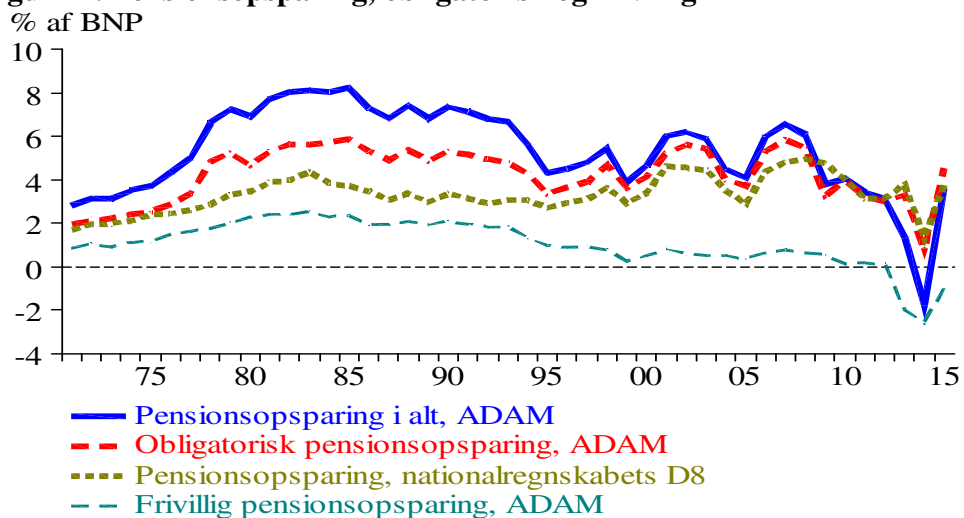
De viste figurer med forbrugs- og formuekvote har bekræftet, at man skal tage
et særligt hensyn til de obligatoriske pensionsordninger, hvis man vil forklare
sammenhængen mellem forbrug, indkomst og formue. Indkomsten skal for-
mentlig opgøres ex obligatorisk pensionsopsparing, og formuen ex obligatorisk
pensionsformue.

Der skal ikke på samme måde justeres for de frivilligt indgåede pensionsord-
ninger. Den frivillige pensionsopsparing skal ikke trækkes fra i indkomsten, og
den frivillige pensionsformue kan forblive i formuen med sin værdi efter skat.
Den frivillige pensionsopsparing afspejler, at husholdningerne bruger regelsæt-
tet omkring pension og skat til at maksimere deres samlede forbrugsmulighe-

der. Dermed er der tale om finansielle dispositioner, som ikke begrænser de aktuelle forbrugsmuligheder.

Pensionsopsparingen er i de netop viste figurer 10 og 11 opgjort i henhold til ADAMs variable. I nationalregnskabet opgøres kun pensionsopsparingen i obligatoriske (også kaldet kollektive) pensionsordninger indgået med enten pensionskasser inkl. ATP eller med livsforsikringsselskaber. I ADAM medtages også pengeinstitutternes pensionspuljer samt pensionsformuer, der ligger i depot i et pengeinstitut, og ADAMs pensionsvariable beskriver både obligatoriske og frivillige ordninger. Forskellen på nationalregnskabet's udsnit af pensionsopsparingen og ADAMs pensionsopsparing er illustreret i figur 12, der også angiver den frivillige del af ADAMs samlede pensionsopsparing.

Figur 12. Pensionsopsparing, obligatorisk og frivillig



I de senere år er der ikke stor forskel på ADAMs obligatoriske pensionsopsparing, og nationalregnskabet's pensionsopsparing, der ligger i indkomstkategori D8: korrektion for ændring i husholdningernes pensionsrettigheder. Det fremgår også af figur 12, at de frivillige pensionsordninger fyldte mere i 1980'erne, hvor de var skattemæssigt mere interessante end i dag. ADAM opdeler i øvrigt også pensionsordningerne efter udbetalingsform, engangsudbetaling versus løbende ydelse, da skattereglerne er forskellige.

Håndteringen af pensionsopsparing og pensionsformue er ikke den eneste udfordring, når man vil forklare sammenhængen mellem forbrug, indkomst og formue. Den private sektor består af husholdninger og selskaber, og man har samme problem med selskabernes opsparing, som man har med pensionsopsparingen.

Selskabernes rolle i forbrugsbestemmelsen

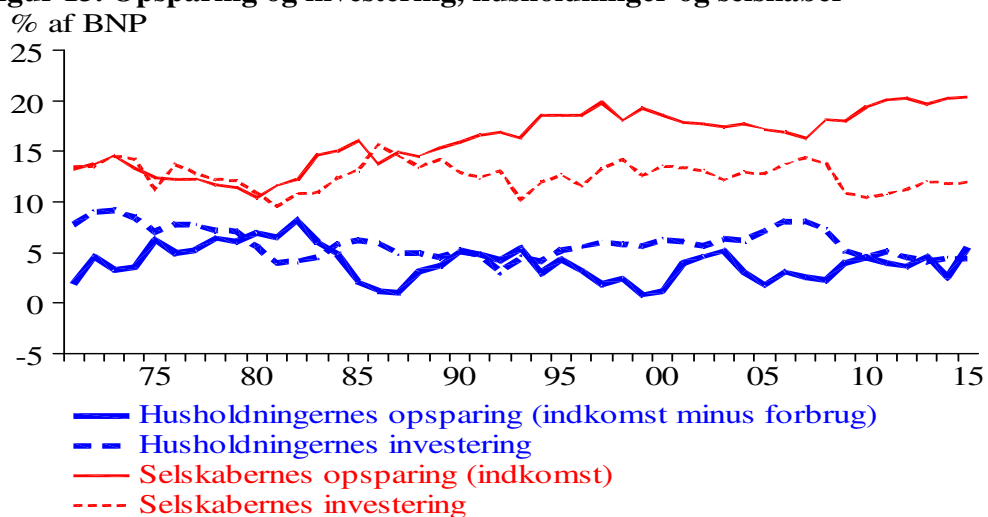
Det er kun husholdningerne², der har et privat forbrug. Selskaberne har ikke noget privat forbrug, og det taler umiddelbart for at koncentrere sig om hus-

² Husholdninger er her inkl. NPISH-sektoren (Non-Profit Institutions Serving Households) og omfatter fx idrætsforeninger, private nødhjælpsorganisationer, fagforeninger og frie skoler.

holdningernes indkomst inkl. udbytteindkomst, når forbruget skal forklares. På den anden side er selskaberne i vidt omfang ejet af danske husholdninger, og muligvis opfatter husholdningerne ikke kun det modtagne selskabsudbytte som indkomst. Husholdningerne kunne tænkes at medregne en andel af den indkomst, som selskaberne beholder. I så fald kan det være bedre at bruge den samlede private indkomst til at forklare det private forbrug.

Det private forbrug ligger som sagt udelukkende hos husholdningerne, mens den private opsparing er fordelt på både husholdninger og selskaber. Husholdningernes opsparing svarer til deres disponible indkomst minus deres forbrug plus en nationalregnskabsmæssig korrektion, der repræsenterer husholdningernes obligatoriske pensionsopsparing i pensionskasser og livsforsikringsselskaber. Dermed omfatter husholdningernes opsparing i figur 13 hele deres pensionsopsparing, og den nævnte korrektion har samtidig fjernet husholdningernes pensionsopsparing fra de finansielle selskaber, der forvalter de pågældende pensionsordninger. Selskabernes opsparing svarer til deres indkomst korrigeret for husholdningernes pensionsopsparing.³

Figur 13. Opsparing og investering, husholdninger og selskaber



Det er nemmere at få øje på konjunkturbevægelserne i husholdningernes opsparing end i selskabernes i figur 13. Fx dykker husholdningernes opsparing mere end selskabernes under højkonjunkturerne i midten af 1980'erne.

Til gengæld er det kun selskabernes opsparing, der afspejler den private opsparings stigende tendens. Det kan måske undre, at husholdningernes opsparing ikke er steget i forhold til BNP siden 1970'erne. For udbygningen af de obligatoriske pensionsordninger påvirker umiddelbart husholdningerne, og reduktionen af rentefradragets værdi har i høj grad vedrørt husholdningerne, der har fået deres rentefradrags skatteværdi begrænset fra at være den marginale skattesats før 1987 til at være ca. 30 pct. i 2015.

³ Hvis man opfatter sektorernes indkomst som korrigeret for pensionsopsparingen, svarer husholdningernes opsparing til deres indkomst minus forbrug, og selskabernes opsparing til deres indkomst. Det er to nemme lærebogseggede sammenhænge, men indkomst kan afgrænses forskelligt.

Hvis forklaringen på den stigende opsparing i selskaberne er, at ejerne ønsker at lægge deres opsparing i selskabssektoren, fordi selskabsskatten er lavere end personskatten, kan man fortsætte med at bruge den private sektors samlede indkomst til at forklare forbruget. Selskabernes opsparing bør i så tilfælde ses som en del af husholdningernes opsparing, der er placeret i selskaberne af skattemæssige årsager. Ligesom husholdningernes frivillige pensionsopsparing er placeret i pensionsordninger af skattemæssige årsager.

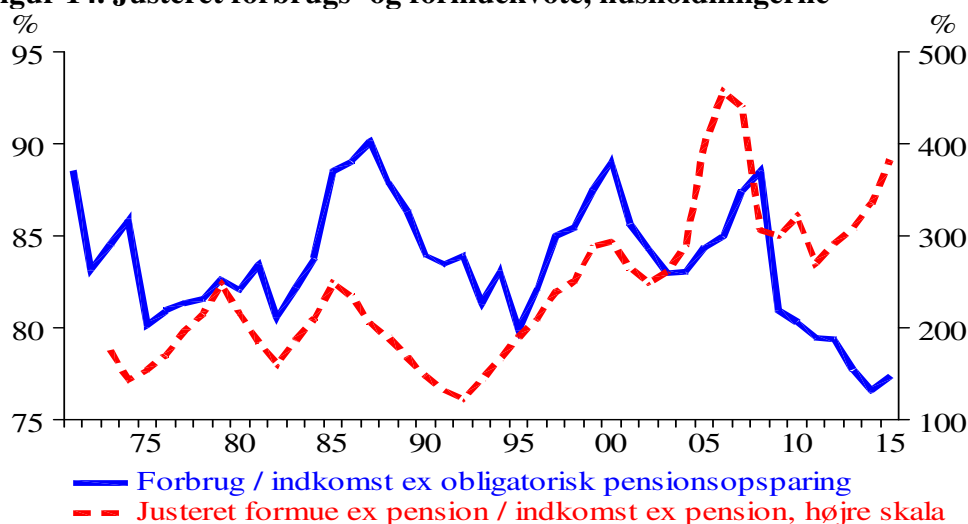
Hvis selskaberne derimod har øget deres opsparing på trods af ejerne, skal man bruge husholdningernes indkomst til at forklare forbruget. Det svarer til, at selskabsopsparingen fungerer som en tvangsopsparing ligesom den obligatoriske pensionsopsparing.

Valget af forbrugsforklarende indkomst er som sagt et empirisk spørgsmål. Så hvis man kan forklare den faldende forbrugskvote ud af den samlede private indkomst ved at supplere formuekvoten med fx realrenten efter skat, er det et argument for at bruge den private indkomst i forbrugsrelationen. Hvis det derimod er svært at forklare den faldende tendens i forbrugets andel af den samlede private indkomst, er det et argument for at bruge husholdningernes indkomst til at forklare forbruget. Dermed vil selskabernes opsparing fungere som en tvangsopsparing, vi ikke har nogen god forklaring på.

Selskabernes opsparing udgør som sagt en stigende andel af den private indkomst, så det dæmper indkomstvæksten at trække selskabernes opsparing ud af det anvendte indkomstbegreb og nøjes med at bruge husholdningernes indkomst ex obligatorisk pensionsopsparing.

Den mindre vækst i indkomsten fjerner den faldende trend i forbrugskvoten, jf. figur 14, hvor forbrugskvoten ser stationær ud. Til gengæld er der opstået en stigende tendens i formuekvoten, som også får et højere niveau, når vi fjerner selskabernes finansielle nettoformue og nøjes med husholdningernes.

Figur 14. Justeret forbrugs- og formuekvote, husholdningerne



Husholdningernes finansielle nettoformue er større end den samlede private nettoformue, fordi selskabernes finansielle nettoformue er negativ i alle år. Det

negative fortegn skyldes, at værdien af selskabernes aktiekapital repræsenterer selskabernes samlede markedsværdi. Dvs. ikke bare markedsværdien af selskabernes finansielle nettoaktiver men også markedsværdien af selskabernes materielle og immaterielle kapital. Dermed bliver selskabernes finansielle nettoformue (finansielle nettoaktiver minus aktiekapital) negativ, jf. tabel 1. Den finansielle nettoformue kan tolkes som markedsværdien af selskabernes materielle og immaterielle kapital med negativt fortegn.

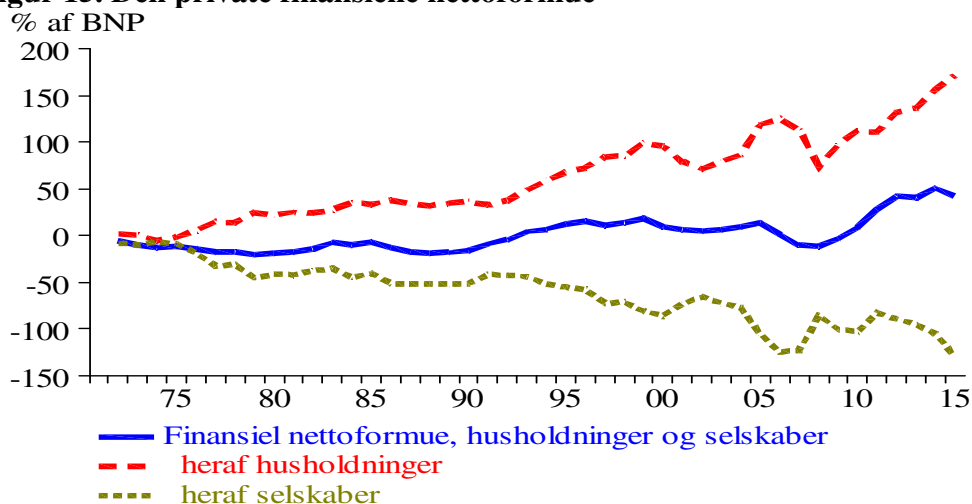
Tabel 1. Fire sektorerers finansielle balance ultimo 2015, pct. af BNP

	Aktiver	Passiver
Selskaber:		
1. Obligationer, udenlandske aktier og andet ^{a)} , netto	158,0	
2. Danske aktier og ejerandele	188,2	
3. Finansielle nettoaktiver (1+2)	346,2	
4. Udstedte aktier og beregnet værdi af ejerandele		476,6
5. Finansiell nettoformue (3-4)	-130,4	
Husholdninger:		
6. Obligationer, udenlandske aktier og andet, netto	4,2	
7. Danske aktier og ejerandele	167,4	
8. Finansiell nettoformue (6+7)	171,6	
Offentlig sektor:		
9. Obligationer, udenlandske aktier og andet, netto	-24,9	
10. Danske aktier og ejerandele	20,5	
11. Finansiell nettoformue (9+10)	-4,4	
Udland:		
12. Obligationer, udenlandske aktier og andet, netto	-137,3	
13. Danske aktier og ejerandele	100,4	
14. Finansiell nettoformue (12+13)	-36,8	
De fire sektorer i alt		
15. Finansiell nettoformue i alt ^{a)} (5+8+11+15)	0,0	

a) Ex guldbeholdning.

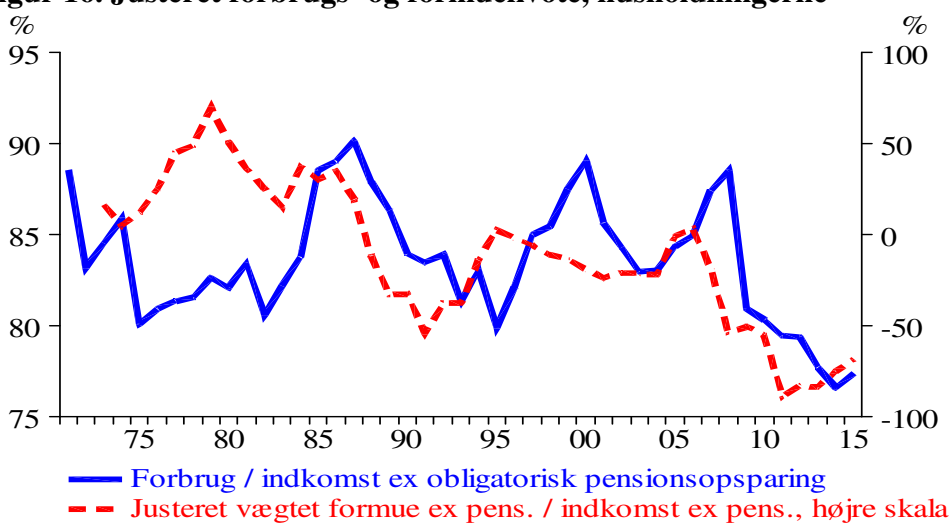
Tabel 1 viser, at selskabernes finansielle nettoformue svarede til minus 130 pct. af BNP i 2015. Man kan godt forestille sig, at værdien af aktiekapitalen i et dårligt drevet selskab bliver mindre end markedsværdien af selskabets finansielle aktiver, hvorved det dårlige selskab får en positiv finansiell nettoformue. Det er imidlertid ikke sket for den samlede selskabssektor, som siden 1970'erne har haft en voksende negativ finansiell nettoformue. Den negative finansielle nettoformue vokser numerisk ift. BNP, når markedsværdien af selskabernes materielle og immaterielle kapital vokser ift. BNP, og det har været tendensen siden 1970'erne.

Figur 15 viser den finansielle nettoformue for hele den private sektor og delt op på husholdninger og selskaber. Det fremgår, at selskabernes finansielle nettoformue er negativ og faldende, mens husholdningernes er positiv og stigende.

Figur 15. Den private finansielle nettoformue

Hvis man vælger at opgøre den forbrugsbestemmende formue ex selskabernes egen formue, er det også nærliggende at overveje forbrugseffekten af de danske aktier, som husholdningernes ejer direkte, uden at en pensionsordning er involveret. Der er tale om en nationalregnskabsmæssig opgørelse, der omfatter imputerede værdier af ikke-noterede ejerandele, som holdes af en virksomheds-ejer, der driver sin virksomhed som et selskab.

Det er tvivlsomt, hvor meget sådanne værdier påvirker forbruget. Man kan også overveje, om boligernes værdi påvirker forbruget med fuld vægt. Friværdier kan i hvert fald ikke belånes fuldt ud med realkreditlån, og det er langt fra alle husholdninger, der belåner friværdi, jf. Browning m.fl. (2013). Hvis man fx lader husholdningernes ikke-pensionsmæssige beholdning af aktier og ejerandele samt boligernes markedsværdi indgå med en vægt på 1/3, får man en formuekvote, der kunne se ud til at drive den faldende forbrugskvote i årene efter 2008, jf. figur 16.

Figur 16. Justeret forbrugs- og formuekvote, husholdningerne

Den betydelige nedvægtning af husholdningernes aktie- og boligbeholdning gør det imidlertid sværere at forklare 1970'erne og 1980'erne. Sammenfattende

er det ikke oplagt, hvordan man skal opgøre formuen, hvis formålet er, at formuekvoten skal forklare forbrugskvoten. Det synes dog klart, at man skal fjerne den stigende obligatoriske pensionsformue fra formuekvoten, med mindre man er i stand til at afbalancere den obligatoriske pensionsformues forbrugseffekt vha. andre forklarende variable.

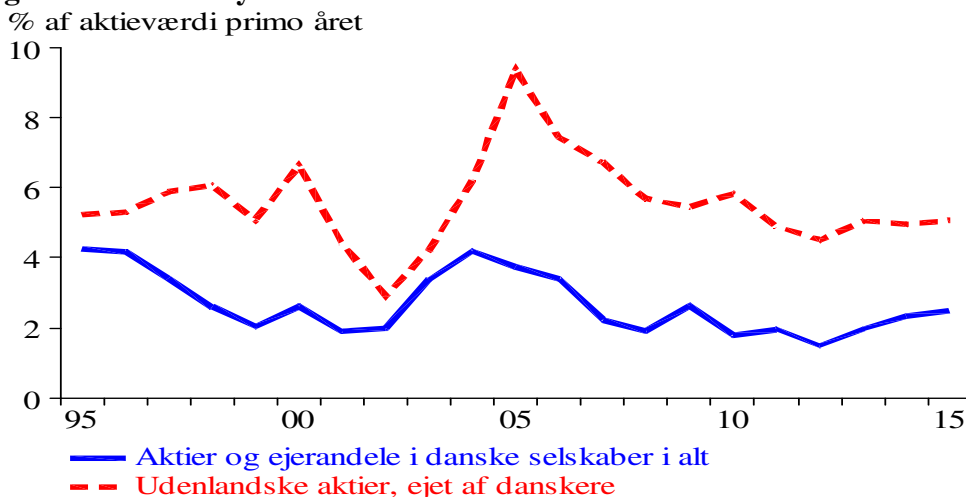
Selskabernes opsparing

Selskabernes opsparing svarer som omtalt til deres indkomst korrigeret for den pensionsopsparing, som selskaberne forvalter for andre. Den vigtigste kilde til selskabernes egen indkomst er selskabernes værditilvækst plus afkastet på selskabernes egne finansielle aktiver minus selskabernes løn- og renteomkostninger og minus udbyttebetalingen til selskabernes aktionærer. Værditilvæksten afspejler produktionens størrelse og pris samt værdien af de anvendte produktionsfaktorer. I nogle tilfælde kan fx prissætningen afspejle et ønske om at overføre en del af indkomsten til et udenlandsk moderselskab; men generelt vil et selskab maksimere sin værditilvækst og sit finansielle afkast samt minimere sine omkostninger, herunder løn- og renteudgifter.

Hvis et selskab gør det, vil en målsætning for selskabets opsparing hverken påvirke værditilvækst eller omkostninger. Opsparingsmålsætningen vil i stedet påvirke selskabets udbyttebetaling til sine ejere.

Den gennemsnitlige udbytteprocent har i 20 år været lavere på danske selskabers udstedte aktier og ejerandele end på udenlandske aktier, jf. figur 17.

Figur 17. Aktieudbytter



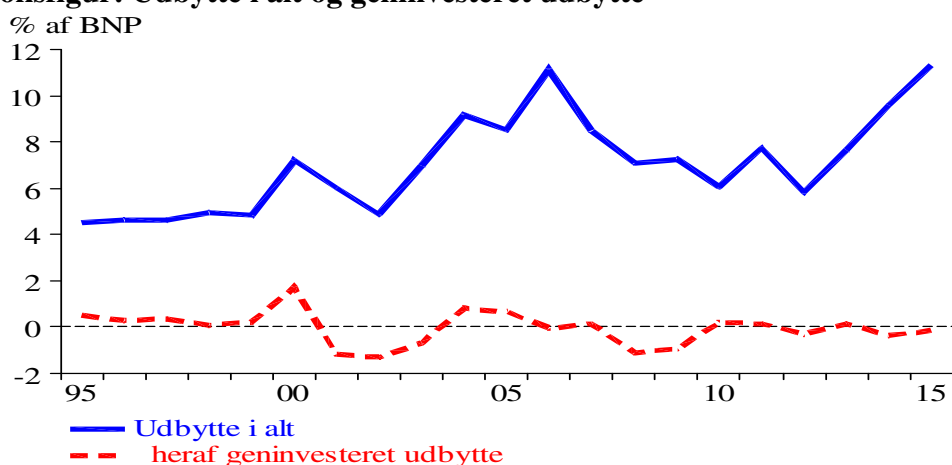
Den beskedne danske udbytteprocent kan afspejle, at der ikke er udbytte på de imputerede ejerandele?, og at danske investorer pga. skattemæssige hensyn foretrækker aktieselskaber, hvor overskuddet i højere grad tilfalder aktionærerne som kursstigning. Det bemærkes, at den lavere udbytteprocent på danske aktier er ledsaget af højere kursstigning. I årene 1995-2015 var den gennemsnitlige udbytteprocent 2,7 pct. på danske aktier mod 5,6 pct. på udenlandske aktier i dansk besiddelse. Til gengæld var den gennemsnitlige årlige kursstigning 8,6 pct. på de danske aktier mod 3,6 pct. på de udenlandske.

Udbytte omfatter her udloddet udbytte plus geninvesteret udbytte (retained earnings) på direkte udenlandske investeringer. Det udloddede udbytte fylder betydeligt mere end det geninvesterede udbytte, som udgør forskellen mellem overskuddet af de direkte investeringer og det udloddede udbytte, jf. boks om geninvesteret udbytte.

Boks: Geninvesteret udbytte

Direkte investeringer er kendetegnet ved, at investor har en betydelig indflydelse på den virksomhed, der er investeret i. Så hvis en dansk investor ejer en betydelig andel, fx 30 pct., af et udenlandsk selskab, får investoren tilregnet 30 pct. af selskabets overskud som udbytte, uanset hvor meget eller lidt det udenlandske selskab udlodder i udbytte. Forskellen mellem de 30 pct. af overskuddet og investorens andel af selskabets udloddede udbytte udgør investorens geninvesterede udbytte. Opgørelsen er begrundet med, at en dominerende investor selv bestemmer, om vedkommende vil have sin overskudsandel udbetalt eller geninvesteret i selskabet. Jo mere kontrol en ejer har med selskabet, jo mere naturligt er det at lægge selskabets indkomst til ejerens indkomst, jf. overvejelserne om den forbrugsbestemmende indkomst.

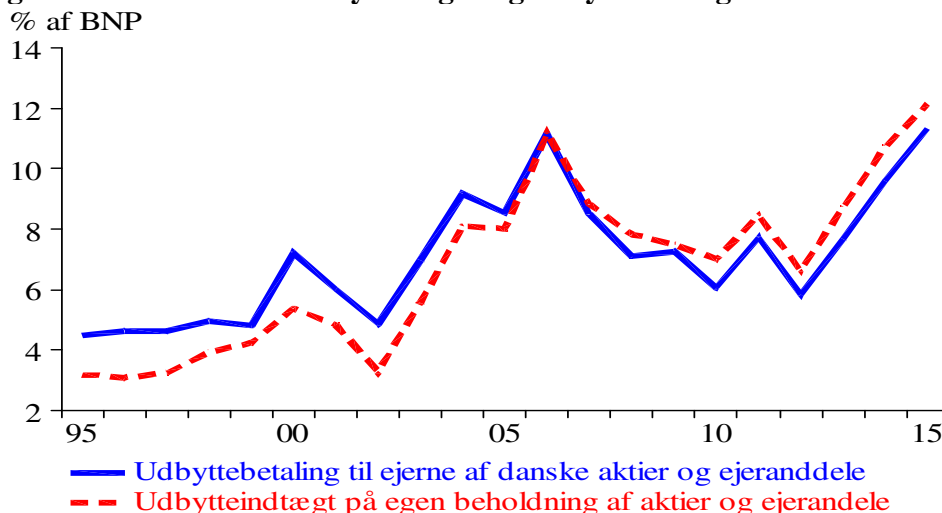
Boksfigur: Udbytte i alt og geninvesteret udbytte



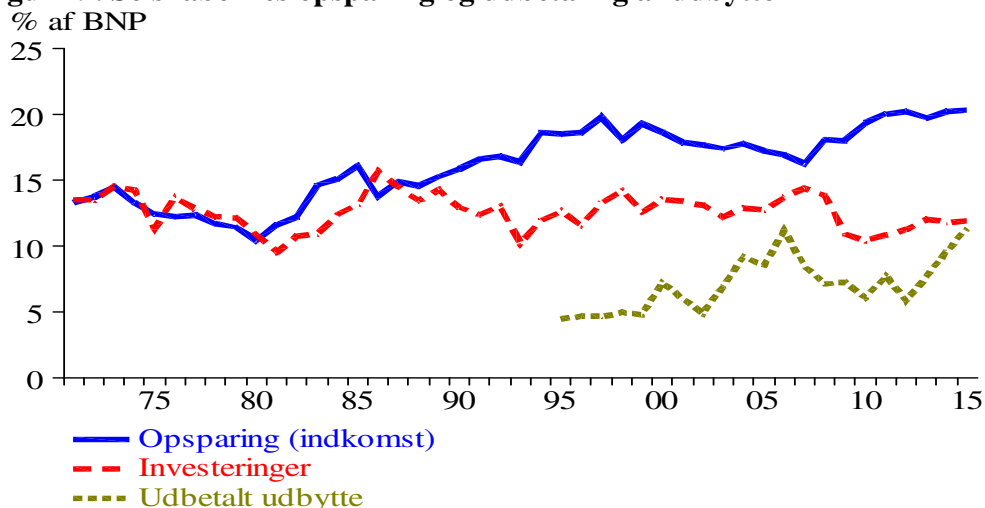
Opgørelsesmetoden bruges kun i forbindelse med direkte investeringer mellem Danmark og udlandet, så de opgjorte geninvesterede udbytter indgår alle i betalingsbalancen. Hvis en danske investor ejer 30 pct. af et dansk selskab, bliver der ikke beregnet geninvesteret udbytte, og det kan diskuteres. Man kan også argumentere for, at ikke bare de dominerende aktionærer men alle aktionærer burde tilregnes en del af det ikke-udloddede overskud, jf. Dalgaard m.fl.(2000).

Særbehandlingen af udbyttet på direkte udenlandske investeringer er et argument for at have flere udbyttesatser på aktierne, men da de geninvesterede udbytter fylder forholdsvist lidt, er det næppe et væsentligt problem.

Det kan tilføjes, at den danske selskabssektor er blevet nettomodtager af udbytte. Siden 2006 har selskaberne afleveret mindre i udbytte til deres ejere, end selskaberne selv har fået i udbytte på deres egen beholdning af danske og udenlandske aktier, jf. figur 18. Der er en tydelig korrelation mellem selskabernes udbytteudgift og udbytteindtægt. (lovlig tydelig korrelation?)

Figur 18. Selskabernes udbytteudgift og udbytteindtægt

Selskabernes opsparing og dermed også deres indkomst er som nævnt steget ift. BNP, og siden 1980'erne har selskabernes opsparing været større end deres investeringer. Sidste år med opsparingsunderskud i selskabssektoren er 1986, hvor midt-80'ernes højkonjunktur topper, og selskaberne under ét investerer mere, end de sparer op. Data for selskabernes udbytte til ejerne går kun tilbage til 1995, men under højkonjunktoren op til finanskrisen i 2008 reduceres selskabernes opsparing i forhold til BNP, og denne afdæmpning af selskabernes opsparing afspejler bl.a., at selskabernes udbetaling af udbytte topper under højkonjunktoren, jf. figur 19. Efter finanskrisen stiger selskabernes opsparing og de udlodder mindre udbytte ift. BNP. Man kan også bemærke, at de allersejeste års opgang i udbyttebetalingen er ledsaget af en lille afbøjning i opsparingskvotens opgang.

Figur 19. Selskabernes opsparing og udbetaling af udbytte

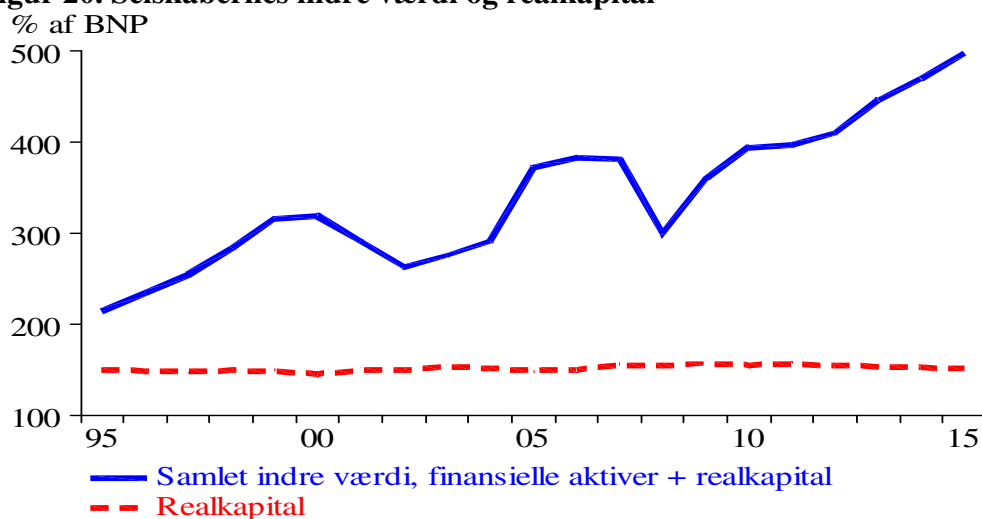
En forceret udbyttebetaling fra selskaberne vil bidrage til at reducere selskabernes opsparing og indkomst, men bidraget reduceres af, at de danske selskaber selv ejer 40 pct. af deres udstedte aktier og ejerandele, jf. tabel 1. Så en del af selskabernes udbyttebetaling flyder rundt mellem selskaberne uden at forlade selskabssektorens samlede indkomst. Den tætte korrelation mellem selska-

bernes udbytteudgift og udbytteindtægt i figur 18 antyder også, at udbytteudlodningens nettopåvirkning af selskabernes indkomst og opsparing har været beskedent.

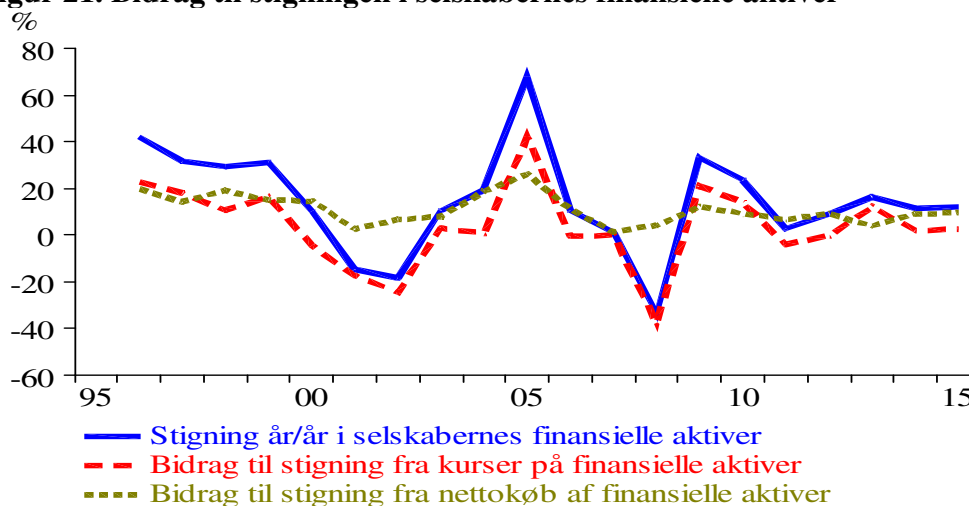
Selskabernes formue og markedsværdi

Selskabernes opsparingsoverskud placeres i finansielle fordringer, og det bemærkes, at selskabernes finansielle aktiver siden 1990'erne er vokset betydeligt mere end selskabernes realkapital (maskiner og bygninger) målt i genanskaffelsespriser. Summen af selskabernes realkapital i genanskaffelsespriser og markedsværdien af deres finansielle nettoaktiver før fradrag af aktiekapitalen er et udtryk for selskabernes indre værdi. Realkapitalen har været nogenlunde konstant i forhold til BNP, men den samlede indre værdi er siden 1995 vokset fra at være 2 gange BNP til at være 5 gange BNP, jf. figur 20.

Figur 20. Selskabernes indre værdi og realkapital



Den kraftige opgang i den indre værdi har ikke været en jævn bevægelse, og udsvingene vedrører de finansielle aktiver. Den årlige ændring i de finansielle nettoaktiver afspejler både bevægelsen i de finansielle kurser og selskabernes årlige nettokøb af finansielle aktiver. Bidraget fra henholdsvis kurser og nettokøb er vist i figur 21, og det fremgår, at udsvingene i de finansielle aktivers værdi primært afspejler kursudviklingen.

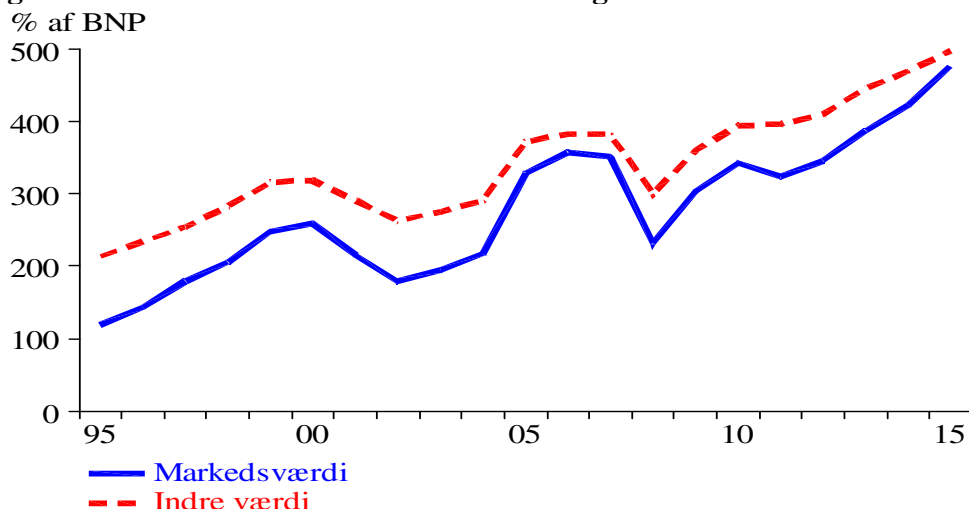
Figur 21. Bidrag til stigningen i selskabernes finansielle aktiver

Det samlede nettokøb af finansielle aktiver svarer til summen af selskabernes opsparingsoverskud, deres (beskedne) nettokapitalindtægt og deres provenu fra udstedte aktier. Nettokøbet kan som sagt ikke forklare volatiliteten i de finansielle aktivers værdi, men set over hele perioden fra 1995 til 2015 fylder nettokøbet mere end kursudviklingen, jf. tabel 2, hvor række 1 til 3 viser den procentvise stigning p.a. 1995-2015 i de finansielle nettoaktiver samt bidraget fra henholdsvis kursændring og nettokøb af finansielle aktiver.

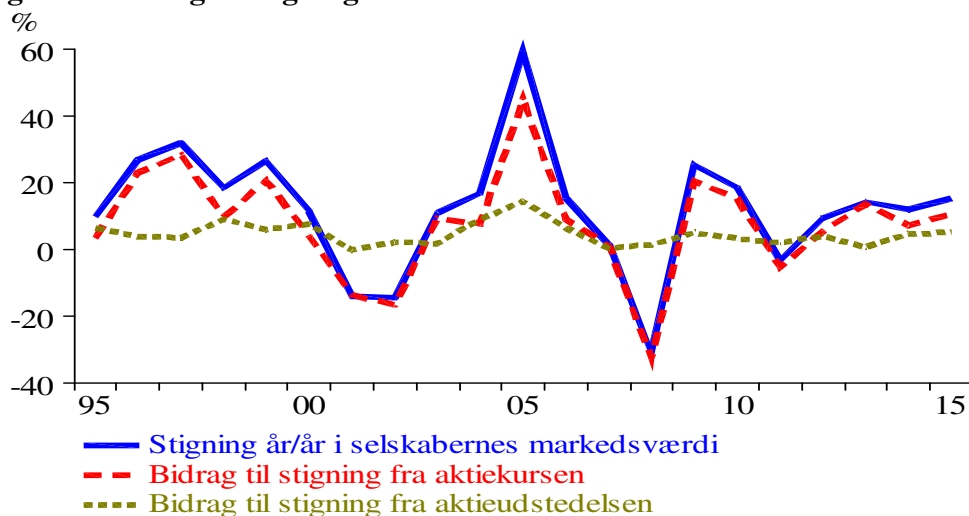
Tabel 2. Stigningen i selskabernes finansielle nettoaktiver ^{a)} 1995-2015

	Pct. p.a.
1. Finansielle nettoaktiver ^{a)} , (=2+3)	14,7
2. heraf kursændring	3,8
3. heraf nettokøb af aktiver	10,9
^{a)} Før fradrag af aktieværdi	

Markedsværdien af de danske selskabers aktiekapital, dvs. værdien af udstedte aktier plus imputerede ejerandele, er i gennemsnit mindre end selskabernes indre værdi. Siden 1990'erne er markedsværdien steget lidt kraftigere end den indre værdi, så forskellen på de to er aftaget, jf. figur 22. I 2015 er markedsværdien kun 4 pct. mindre end den indre værdi, opgjort for selskaberne under ét. For de finansielle selskaber er markedsværdien med den her anvendte opgørelse 4 pct. større end den indre værdi i 2015. Til gengæld er de ikke-finansielle selskabers markedsværdi 14 pct. mindre end deres indre værdi.

Figur 22. Danske selskabers markedsværdi og indre værdi

Som netop omtalt får kursudviklingen på selskabernes finansielle aktiver den indre værdi til at svinge. Om selskabernes markedsværdi gælder tilsvarende, at de store udsving mest afspejler kursudviklingen på aktiekapitalen og kun i mindre grad kan forbindes med selskabernes provenu fra de årlige aktieudstedelser, jf. figur 23.

Figur 23. Bidrag til stigningen i selskabernes markedsværdi

Provenuet fra aktieudstedelserne bidrager forholdsvis mere til den trendmæssige stigning i markedsværdien end til udsvingene i markedsværdien.⁴ Opgangen i markedsværdien fra 1995 til 2015 er dog primært båret af den underliggende aktiekursstigning. Det fremgår af tabel 3, at den gennemsnitlige stigning i selskabernes markedsværdi 1995-2015 på 12,7 pct. p.a. kan dekomponeres i 8,6 pct. fra aktiernes kursstigning og mere beskedent 4,1 pct. fra aktieudstedelsen. Aktieudstedelser kan opfattes som et signal, der påvirker selskabernes mar-

⁴ Provenuet fra aktieudstedelserne omfatter værdien af det geninvesterede udbytte. Da dette udbytte ikke er udbetalt til ejerne, afbalanceres det af en finansiel betaling fra de pågældende ejere til selskabssektoren. Den finansielle betaling behandles som et køb af aktier.

kedsværdi, men bortset fra det, vil en aktieudstedelse øge mængden af aktier og reducere deres pris tilsvarende.

Tabel 3. Stigningen i selskabernes markedsværdi, 1995-2015

	Pct. p.a.
1. Markedsværdi (aktieværdi inkl. ejerandele), (=2+3)	12,4
2. heraf aktiekursændring	7,8
3. heraf aktieudstedelser	4,6

Kursen er steget kraftigere på selskabernes markedsværdi (7,8 pct. p.a. jf. tabel 3) end på deres finansielle aktiver (3,8 pct. p.a. jf. tabel 2), fordi de finansielle aktiver omfatter så meget andet end selskabernes beholdning af danske aktier. Fx indgår udenlandske aktier, hvis kurs i gennemsnit er steget mindre end kursen på danske aktier. Dertil kommer, at kursen på danske obligationer og andre værdipapirer med fast nominel rente er steget betydeligt mindre end aktiekursen i perioden 1995 til 2015.

Papirer med fast nominel rente har ikke en stigende kurstrend, der kan matche aktiernes.⁵ Dermed er det en generel tendens, at kurstigningen på selskabernes markedsværdi er større end kurstigningen på deres finansielle aktiver. Det er også en generel tendens, at aktiekursen stiger, og det kan være hensigtsmæssigt at lade den danske aktiekurs beholde sin stigende trend i fremskrivninger.

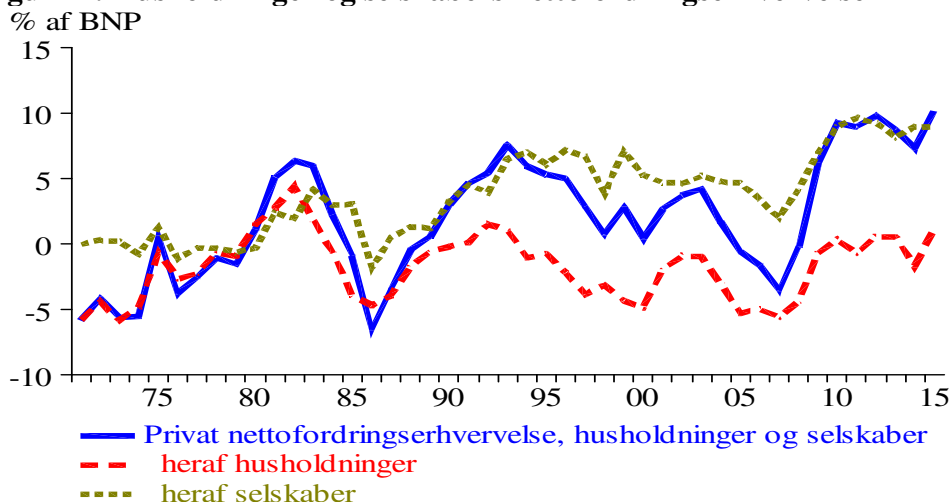
Fremskrivning af selskabernes indkomst og formue

Husholdningernes finansielle nettoformue har i årevis været positiv og stigende i forhold til BNP, mens selskabernes finansielle nettoformue har været negativ og faldende, jf. den tidligere viste figur 15.

Man kan forestille sig, at de to finansielle nettoformuer bliver mere konstante ift. BNP, men i en standardfremskrivning vil man næppe forestille sig, at nettoformuerne går i nul eller bytter fortegn, især ikke at selskabernes finansielle nettoformue bliver positiv. Dermed er der formentlig behov for at fortsætte den positive årlige ændring i husholdningernes finansielle nettoformue, og der er i hvert fald behov for at fortsætte den negative årlige ændring i selskabernes finansielle nettoformue.

Dette behov passer umiddelbart dårligt med, at selskaberne p.t. har et betydeligt positivt opsparingsoverskud og positiv fordringserhvervelse, mens husholdningernes fordringserhvervelse har været tæt på nul siden finanskrisen, jf. figur 24.

⁵ En konsol (evigt varende annuitet) har en varig stigende trend, hvis renten bliver med at falde; men dels er der grænser for, hvor længe renten bliver ved med at falde, og dels vil obligationer med endelig løbetid vende tilbage til kurs 100, i takt med at de afdrages..

Figur 24. Husholdninger og selskabers nettofordringserhvervelse

Det er nemmest at opnå den ønskede fremskrivning af de to sektorer finansielle nettoformuer, hvis man regner med en fortsat kursstigning på markedsværdien af selskabernes egenkapital. For en sådan kursstigning på danske aktier reducerer selskabernes finansielle nettoformue, samtidig med at den øger husholdningernes finansielle nettoformue.

Betydningen af aktiekursstigningen for steady-state kravet til selskabernes opsparingsoverskud kan illustreres med et regneeksempel på en fremskrivning af selskabernes indre værdi, dvs. realkapital plus finansielle nettoaktiver, jf. tabel 4, der repeterer komponenterne i selskabernes indre værdi.

Tabel 4: Selskabernes indre værdi og markedsværdi, pct. af BNP, 2015

	Aktiver	Passiver
1. Obligationer, netto	53,5	
2. Øvrige fordringer ^{a)} , netto	2,3	
3. Udenlandske aktier	102,1	
4. Danske aktier og ejerandele	188,2	
5. Finansielle nettoaktiver (1+2+3+4)	346,2	
6. Realkapital	151,1	
7. Indre værdi (5+6)	497,2	
8. Markedsværdi af egenkapital		476,6

a) Ex guldbeholdning.

Realkapitalen vil i en standardfremskrivning med konstante relative priser og uden forskydning i erhvervssammensætningen fortsætte med at vokse i takt med BNP og dermed fortsætte med at udgøre 150 pct. ift. BNP.

Selskabernes finansielle nettoaktiver svarer til knap 350 pct. af BNP, jf. linje 5 i tabel 4, og den årlige tilvækst i de finansielle nettoaktiver er pr. definition lig med nettokøbet af de pågældende finansielle aktiver plus deres kursstigning. Ser vi bort fra selskabernes små kapitaloverførsler, svarer nettokøbet af finan-

sielle aktiver i linje 5 til selskabernes opsparingsoverskud plus deres provenu fra aktieudstedelsen.⁶

Dermed er tilvæksten i kroner i de finansielle nettoaktiver beskrevet ved:

$$\text{Tilvækst} = \text{Opsparingsoverskud} + \text{aktieudstedelse} + \text{kursstigning} \quad (3)$$

Hvis den nominelle BNP-vækst er $3\frac{1}{2}$ pct. p.a. i fremskrivningen, skal den årlige tilvækst i de finansielle nettoaktiver udgøre $3\frac{1}{2}$ pct. af knap 350 pct. af BNP, dvs. 12 pct. af BNP, hvis nettoaktiverne skal være konstante ift. BNP på deres nuværende niveau. Så med den her skitserede fremskrivning skal der stå 12 pct. af BNP på venstre side af ligning (3).

Når både realkapital og finansielle nettoaktiver er proportionale med BNP, er selskabernes indre værdi også proportional med BNP, og det samme gælder for selskabernes markedsværdi, hvis vi regner med et fast forhold mellem indre værdi og markedsværdi. Kort sagt bliver alle finansielle fordringer proportionale med BNP i en stiliseret fremskrivning.

Markedsværdien af egenkapitalen fylder 477 pct. af BNP, og hvis det niveau skal bevares med en BNP-vækst på $3\frac{1}{2}$ pct., må den årlige ændring i markedsværdien svare til 17 pct. af BNP. Ændringen i markedsværdien af selskabernes egenkapital svarer pr. definition til aktiekursstigningen plus indbetalingen af egenkapital, hvor sidstnævnte er lig med provenuet af udstedte aktier.

Så hvis vi antog, at aktiekursen stod fast, skulle det årlige provenu af udstedte aktier svare til 17 pct. af BNP. Samtidig kan kursstigningen på de finansielle aktiver kan sættes til nul, for der er ingen grund, til at de øvrige finansielle kurser bevæger sig. Dermed er ligning (3) blevet til (3*):

$$12 = \text{Opsparingsoverskud} + 17 + 0 \quad (3^*)$$

Hvoraf det følger, at selskaberne skal have et opsparingsunderskud (på $17 - 12 = 5$ pct. af BNP) for at udviklingen i de finansielle aktiver er i balance. I forhold til selskabernes opsparingsoverskud på 8 pct. af BNP i 2015, er det en væsentlig reduktion på 13 pct. af BNP. I praksis må det indebære, at selskaberne begynder at udlodde store udbytter til ejerne, idet vi ser bort fra anvendelsen af transferpriser.

Samtidig rejser selskaberne som sagt kapital i stor stil ved at sælge nye aktier, så de store udbytter finansieres ved aktieudstedelse. Det er for meget teknik og for lidt økonomi til at være et godt bud på en stiliseret fremskrivning.

Pointen er, at når aktiekursen er konstant, skal selskaberne have et opsparingsunderskud, for at tilvæksten i de finansielle aktiver bliver mindre end tilvæksten i selskabernes samlede markedsværdi. Hvis tilvæksten i de finansielle selskaber bliver større end tilvæksten i markedsværdien, ender det med, at de finansielle aktiver er større end markedsværdien. Dermed er realkapitalens markedsværdi blevet mindre end nul, og det er i hvert fald ikke et godt bud på en stiliseret fremskrivning. Det er kort sagt lettere at lave gode bud, hvis aktiekursen stiger.

⁶ Der er set væk fra kapitaloverførsler, så opsparingsoverskuddet svarer til nettofordringshervælsen, der er lig med kapitaludgiften på købte finansielle fordringer minus kapitalindtægten på solgte. Solgte fordringer omfatter udstedte aktier, der sælges.

Hvis vi antager, at kursen på danske aktier vokser $3\frac{1}{2}$ pct. p.a., mens kursen er uændret på udenlandske aktier og de andre finansielle aktiver, får selskabernes finansielle aktiver en årlig opvurdering på $6\frac{1}{2}$ pct. af BNP ($3\frac{1}{2}$ pct. af 188). Samtidig bortfalder aktieudstedelsen, så selskaberne skal jf. ligning (3) have et opsparingsoverskud på 12 minus $6\frac{1}{2} = 5\frac{1}{2}$ pct. af BNP for at holde deres finansielle aktiver konstante ift. BNP. Det er $2\frac{1}{2}$ pct. af BNP mindre end opsparingsoverskuddet i 2015, så opsparingsoverskuddet skal stadig falde, men ikke med 13 pct. af BNP. Den nævnte reduktion af opsparingsoverskuddet kan fx opnås, hvis selskaberne øger deres p.t. lave investeringer med 1 pct. af BNP og øger deres udbyttebetaling med $1\frac{1}{2}$ pct. af BNP.

Regneeksemplerne har illustreret, at selskabernes normale kombination af opsparingsoverskud og faldende finansiell nettoformue afspejler, at kursen på danske aktier stiger.

Konklusion

Nationalregnskabet beskriver de bogholderimæssige sammenhænge mellem indkomststrømme og finansielle beholdninger. ADAM-modellen supplerer de bogholderimæssige sammenhænge med en beskrivelse af de adfærdsmæssige og institutionelle sammenhænge, herunder beskatningsregler, og der er også supplerende data om pensionsordningerne i ADAM.

En sammenstilling af forbrugs- og formuekvote for udvalgte indkomst og formuedefinitioner tyder på, at frivillig pensionsopsparing samt tilhørende pensionsformue skal medtages i henholdsvis forbrugsbestemmende indkomst og forbrugsbestemmende formue. Obligatorisk pensionsopsparing og -formue skal ikke medtages eller i hvert fald nedvægtes mærkbart, hvis de medtages i forbrugsfunktionens indkomst og formue.

Sammenstillingen af forbrugs- og formuekvote tyder ligeledes på, at det er bedre at buge husholdningernes indkomst end den samlede private indkomst i forbrugsfunktionen. Fravalget af selskabernes indkomst (svarer til deres opsparing) i den forbrugsdeterminerende indkomst er dog mere usikkert end fravalget af den obligatoriske pensionsopsparing.

Fx virker det mere oplagt at udelade de små aktionærers andel af selskabernes indkomst end de dominerende ejeres andel. For det er formentlig de dominerende ejere, der af fx skattemæssige årsager lader selskabernes opsparing vokse ift. BNP. Man skal også huske, at hvis det er svært at se en årsagssammenhæng mellem en formue- og en forbrugskvote, kan det skyldes, at man mangler at finde en tredje forklarende variabel. Problemer med at finde sammenhænge i makrodata er i hvert fald et argument for at sammenligne med foreliggende resultater på mikrodata.

Hvis man bruger den samlede private indkomst og formue i forbrugsfunktionen, får man bestemt den private sektors opsparing, når funktionen for given indkomst bestemmer det private forbrug. Hvis man bruger husholdningernes indkomst og formue, får man bestemt husholdningernes opsparing.

I begge tilfælde er der brug for også at bestemme selskabernes opsparing for både at kunne beskrive den samlede private opsparing og dens fordeling på husholdninger og selskaber. ADAM-modellen fordeler de private investeringer på husholdninger og investeringer, men der er også brug for at fordele den private opsparing. Hvis der er styr på både opsparing og investering, er der styr på opsparingsoverskuddene og på udviklingen i de to private sektorer's finansielle fordringer.

Markedsværdien af selskaberne kan fx antages at være proportional med den indre værdi, og det er hensigtsmæssigt at antage, at en stor del af væksten i markedsværdien skabes af kursstigninger. For så ligger ens fremskrivning i bekvem forlængelse af den hidtidige udvikling.

Litteratur

- Chetty, R, J. N. Friedman, S. Leth-Petersen, T. H. Nielsen og T. Olsen, 2012: "*Active vs. passive decisions ad crowding-out in retirement savings accounts: evidence from Denmark*", NBER WP 18565, December.
- Dalgaard, E., C. Eff og A. Thomsen, 2000: "*Reinvested Earnings in the National Accounts*", Review of Income and Wealth, December.
- Browning, M., M. Gørtz og S. Leth-Petersen, 2013: "*Housing Wealth and Consumption: A Micro Panel Study*", The Economic Journal, April.
- Olesen, J. O. og E. H. Pedersen, "*En opgørelse af boligformuen*", Danmarks Nationalbank, maj 2006, Working Paper 37
- Poterba, J. M., 2000: "*Stock Market Wealth and Consumption*", Journal of Economic Perspectives, Spring.

Modelgruppepapirer:

- Britt Gyde Sønnichsen, 16./9. 2016, *Undersøgelse af forbrugsfunktion, især om aldersvariabel, realrente og vægtet formue*
- Nikolaj Mose Hansen, 4./10. 2016, *Ny kilde til boligformuen*