

NYT FRA NATIONALBANKEN

HER ER VÆKSTEN I DANSK ØKONOMI

Vækstrater på både 25 pct. og 19 pct. siden opsvinget begyndte i 2. kvartal 2013. Og ditto, i nedadgående retning, på op til 63 pct.

Det er det billede, der viser sig i en analyse fra Nationalbanken, hvor det er undersøgt, hvad der ligger bag den svage vækst – både i kroner og øre og i mængder – i det danske BNP under opsvinget.

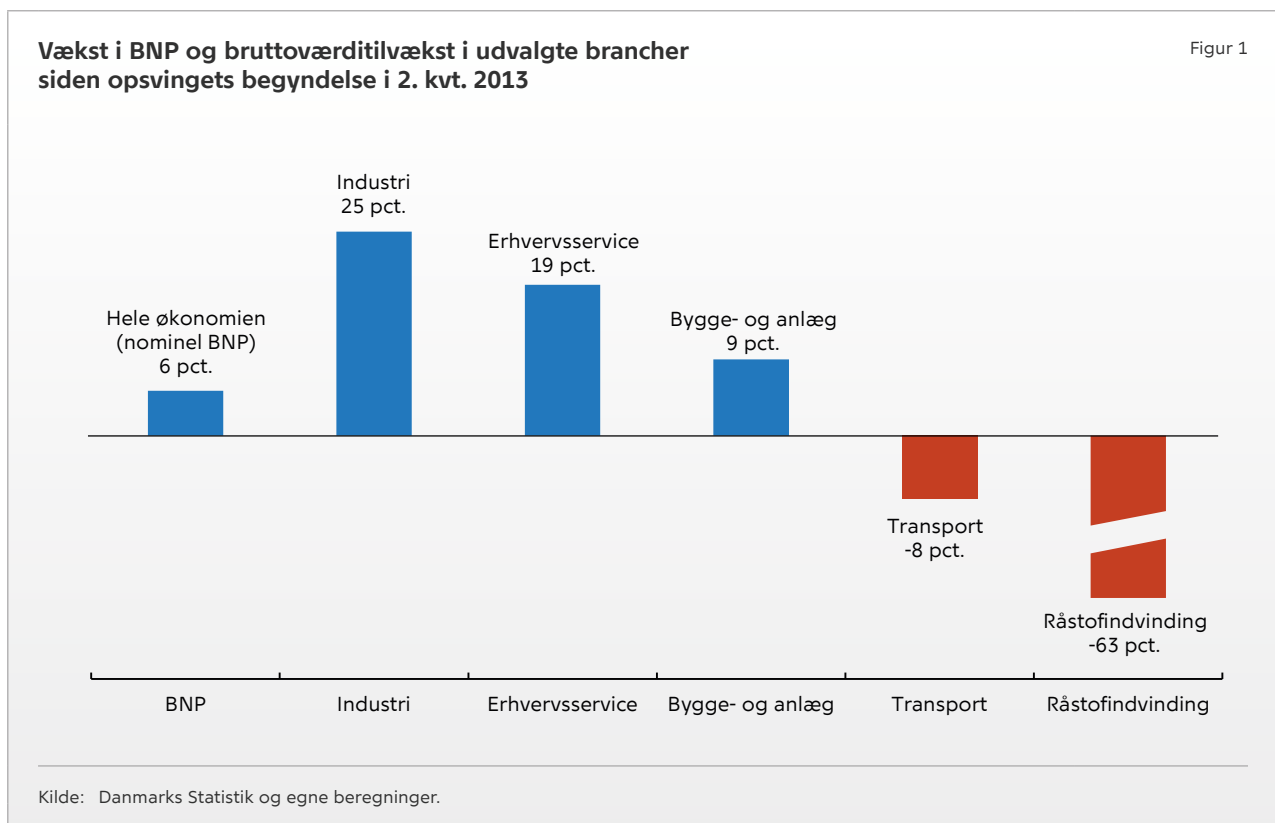
I analysen ses der på, hvilken værdi i kroner og øre der er blevet skabt i de enkelte brancher fra

midten af 2013 til og med begyndelsen af 2016. Og konklusionen er, at de forskellige brancher bidrager særdeles forskelligt til BNP-udviklingen.

I den positive ende ligger industri- og erhvervs-servicebrancher. I industrien er værdiskabelsen i

Figur 1

Stærk vækst i industrien og erhvervs-service, mens nordsø-produktion og søtransport trækker dansk økonomi ned.



kroner og øre forøget med 25 pct., siden opsvinget begyndte, jf. figur 1. Det svarer til i gennemsnit 8 pct. om året. Også i dele af servicebranchen har fremgangen i værdiskabelsen været stærk. Erhvervsservice – fx advokater, konsulenter og rengøringsfirmaer – er steget med 19 pct. siden 2. kvartal 2013.

Til gengæld trækker søtransport og især råstofindvinding i Nordsøen det samlede BNP nedad. Værdiskabelsen i transportbranchen er faldet med 8 pct., trukket ned af søtransporten, mens råstofindvindingen er gået tilbage med hele 63 pct., siden opsvinget begyndte.

Hvor meget disse brancher end tæller med ved opgørelsen af BNP, så gælder det, at de er mere eller mindre afkoblet fra den danske konjunktur. Søtransport afspejler global efterspørgsel efter søfragt, mens Nordsøproduktionen i høj grad er præget af, hvad der kan betale sig at hente op i et marked, hvor olieprisen er styrtet, samt hvor tilgængelige olie- og gasreserverne er.

Det viser, at det kan give et meget misvisende billede af udviklingen i dansk økonomi, hvis man ensidigt ser på udviklingen i BNP for hele økonomien.

Det gælder også, når man vil sammenligne udviklingen i dansk økonomi med andre lande, at det ikke er retvisende kun at sammenholde udviklingen i BNP. Det relevante mål at sammenligne er velstanden pr. person. I forhold til det mål ligger Danmark pænt i forhold til de lande, vi normalt

sammenligner os med, både når det handler om niveauet for velstanden, og når man ser på udviklingen siden krisen.

STÆRK BESKÆFTIGELSE

Resultatet af denne opdeling af BNP på brancher giver forklaringen på de seneste kvartalers utakt mellem BNP- og beskæftigelsesudviklingen. Altså, at der, trods en moderat BNP-fremgang, har været en stærk stigning i beskæftigelsen.

Forklaringen er, at væksten netop har været i beskæftigelsesintensive brancher, mens andre branchers nedgang kun har kostet få job.

Hvor forskellig en boreplatform end er fra et containerskib, så har de én ting til fælles: Der skal et meget lille mandskab til at skabe indtjeningen. Når de nedskalerer produktionen, så har det nærmest ingen synlige effekter på den samlede danske beskæftigelse.

Lige modsat forholder det sig for brancher som industri og erhvervsservice, som begge er mere beskæftigelsestunge. Når de producerer mere værdi, vil forventningen være, at det trækker en øget beskæftigelse med sig. Det er da også inden for netop denne type erhverv, at størstedelen af fremgangen i beskæftigelsen har fundet sted.

Læs mere i 'Aktuelle økonomiske og monetære tendenser' i **Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2016**.

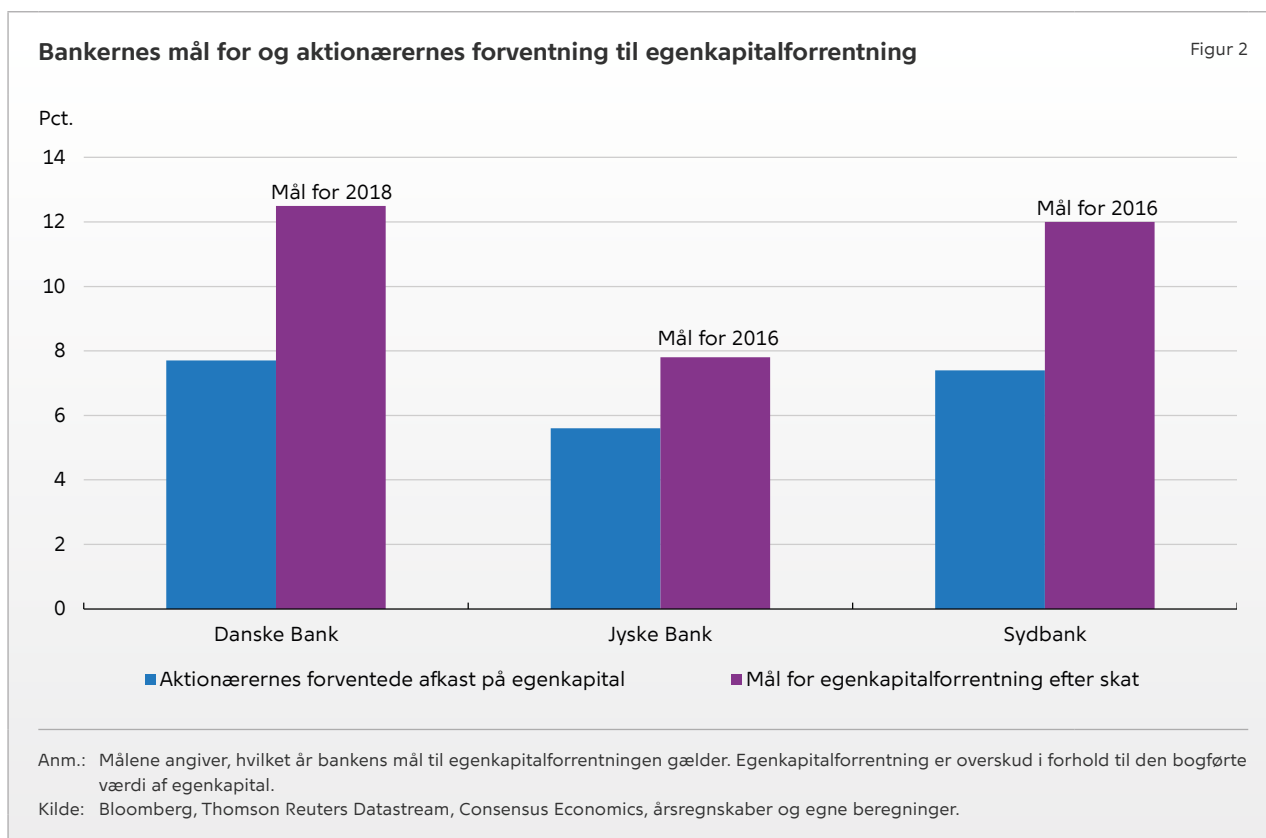
BANKER SÆTTER FOR HØJE MÅL FOR DERES AFKAST

Nogle af de største danske banker skyder over målet i forhold til, hvilken forrentning de mener, de er nødt til at give deres aktionærer.

Det viser en analyse fra Nationalbanken. Store ambitioner til afkast kan være problematisk, fordi det kan føre til for risikobetonet adfærd.

Bankerne opstiller mål for udvalgte nøgletal, som de melder ud til aktionærerne. Et af målene

er, hvor stort deres overskud skal være i de kommende år i forhold til deres egenkapital, sådan som den er opgjort i regnskabet. Det viser, hvor meget banken forventer at kunne give aktionærerne i forrentning på deres aktier. Som det fremgår af figur 2, går Danske Bank efter en forrentning på 12,5 pct. efter skat, Jyske Bank sigter efter 8 pct., mens Sydbank stiler efter 12 pct. Nordea



er ikke med i opgørelsen, da koncernen ikke har udmeldt en egentlig procentsats.

Men for alle de tre store banker gælder, at målsætningen ligger markant over det, aktionærerne forventer af dem.

Bag beregningen af markedets forventninger ligger en kompleks model, som beregner et afkastkrav for hele det europæiske aktiemarked ud fra bl.a. aktiekurserne og analytikernes forventninger til virksomhedernes overskud. Hvor meget aktionærerne kræver i forrentning på den enkelte bankaktie, afhænger af, hvor risikabel aktien er. Det måles ved, hvor meget aktiekursen følges med udsvingene på de øvrige europæiske aktier. Til slut tages der højde for, at aktiekurserne giver en anden værdi af bankernes egenkapital end opgjort i regnskabet.

Det er netop denne type beregning, der i analysen er gennemført for de tre store banker. Og den viser, at aktionærernes reelle forventninger til egenkapitalforrentningen, som det fremgår af figur 2, ligger markant under det, bankerne har meldt ud.

Figur 2

Bankerne har højere mål for deres egenkapitalforrentning, end aktionærerne forventer.

For både Danske Bank og Sydbank forventer aktionærerne en forrentning på ca. 8 pct., mens aktionærerne i Jyske Bank har en forventning om 6 pct.

MULIG RISIKOADFÆRD

I sig selv er det ikke noget problem at have store ambitioner. Men netop i forhold til bankdrift giver langsigtede, overambitiøse mål til forrentningen anledning til bekymring hos Nationalbanken. Forklaringen er, at der er begrænsninger på antallet af måder, man kan skabe et højt afkast på.

Man kan spare og effektivisere, men kun til et vist punkt.

På samme måde er der grænser for, hvor høje priser man kan tage for sine almindelige ydelser. Dem vil konkurrencen bankerne imellem – i hvert fald over tid – lægge låg på.

Tilbage står én af to muligheder. Den ene er at yde mere risikable lån, som – netop fordi de

er risikable – giver bankerne en høj rente. Den anden er at reducere egenkapitalen, fx ved at øge udbytte eller købe aktier tilbage. Hvis et overskud skal fordeles på færre kroner egenkapital, vil hver enkelt (tilbageværende) krone egenkapital give en højere forrentning.

Hvilket netop er anledningen til bekymringen. Både højere risiko og mindre egenkapital fører til mindre robuste banker.

Læs mere i artiklen 'Omkostninger ved egenkapital' i *Finansiell stabilitet*, 1. halvår 2016.

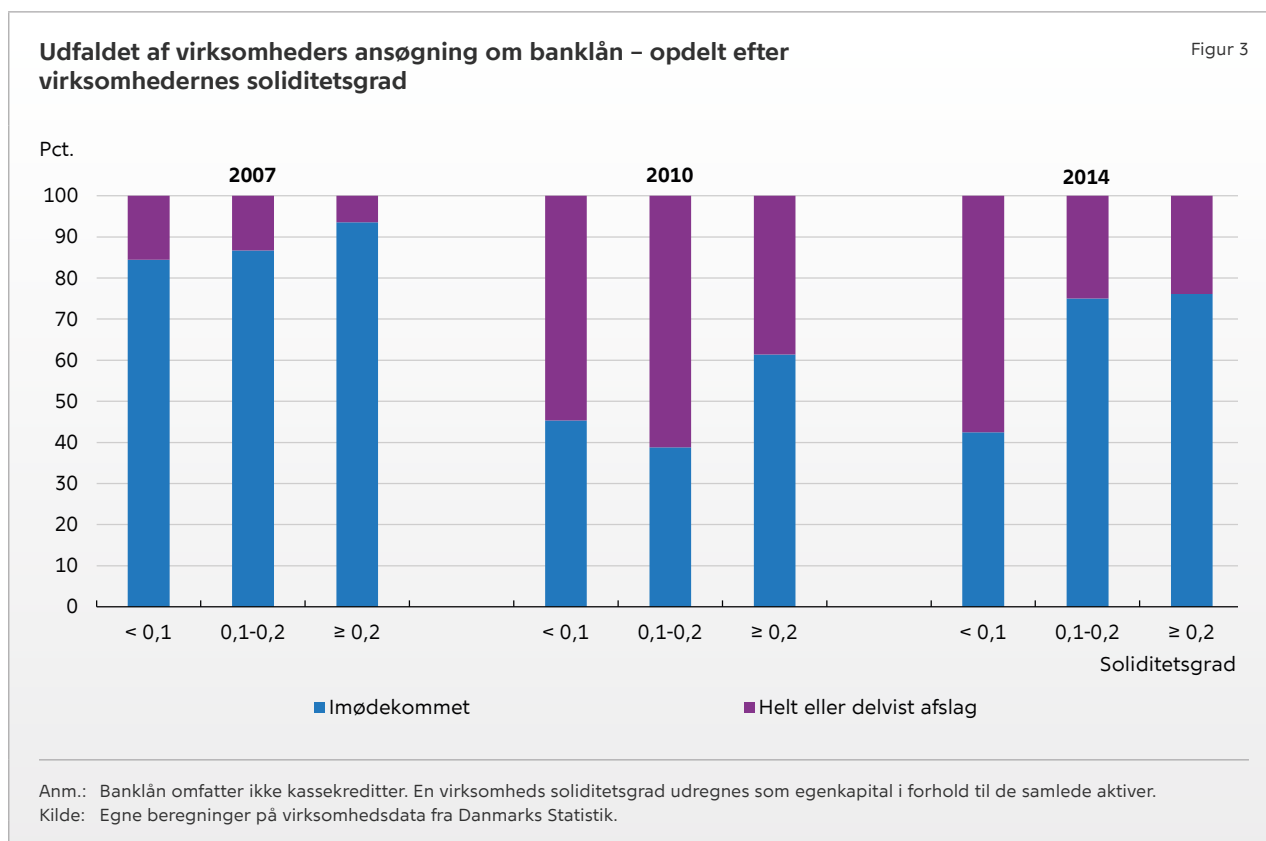
GODE LÅNEMULIGHEDER FOR KREDITVÆRDIGE VIRKSOMHEDER

De mest kreditværdige erhvervs-kunder får i stadig stigende grad et ja, når de søger om et lån i en dansk bank. Omvendt får de mindst kreditværdige kunder fortsat i høj grad et nej eller et betinget ja, når de søger.

Det viser en ny analyse af kreditgivningen i det danske erhvervs-miljø fra Nationalbanken. Ifølge

Figur 3

I forhold til tidligere er der i dag en stærkere sammenhæng mellem virksomhedernes soliditet og sandsynligheden for, at en låneanmodning går igennem.



analysen er der en stadig stærkere sammenhæng mellem en virksomheds nøgletal og udfaldet af en låneansøgning.

Tilbage i 2007, før finanskrisen, var der kun ringe sammenhæng mellem en virksomheds nøgletal og bankernes tildeling af lån. Her gled omkring 85 pct. af låneansøgningerne fra de mindst solide virksomheder igennem.

Men under finanskrisen blev der strammet op, og i dag er der en synlig sammenhæng mellem virksomheders soliditet og sandsynligheden for, at et lån bliver bevilget. Som det fremgår af figur 3, får de mindst solide virksomheder i dag et ja til omkring fire ud af ti låneansøgninger, mens den samme andel for de mest solide er steget til otte ud af ti ansøgninger.

LÅN TIL DE MEST PRODUKTIVE

At det er gået sådan, er ikke nogen naturlov. For det er sket i et miljø, hvor konkurrencen om erhvervs kunder er øget som følge af det lave renteniveau og en moderat efterspørgsel efter lån. Det har for de mest kreditværdige virksomheder betydet lavere låneomkostninger og små lempelser af betingelserne for at få godkendt en låneansøg-

ning i et pengeinstitut. Omvendt er der ikke tegn på lempelser over for de mindst kreditværdige erhvervs kunder.

Pengeinstitutternes kreditvurdering har i stor udstrækning den konsekvens, at lånekapitalen går til de mest produktive virksomheder. Der er dog også tegn på, at de mindst produktive virksomheder har relativt let adgang til kredit sammenlignet med lavproduktive virksomheder i andre lande. Holdes der kunstigt liv i lavproduktive virksomheder med urentabel produktion, vil det blot forlænge processen med de nødvendige tilpasninger i erhvervslivet til skade for både beskæftigelse og velstand.

Sammenlignet med udlandet har danske virksomheder haft god adgang til finansiering de seneste mange år. Kun få virksomheder mener, at manglende adgang til finansiering er årsag til produktionsbegrænsninger. Der er derfor ikke tegn på, at kreditbegrænsninger lægger en dæmper på det igangværende opsving i dansk økonomi.

Læs mere i artiklen 'Kreditgivning i et lavrentemiljø' i Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2016.

RISIKO FOR STORE KURSTAB PÅ OBLIGATIONER VED PLUDSELIG STIGNING I DE LANGE RENTER

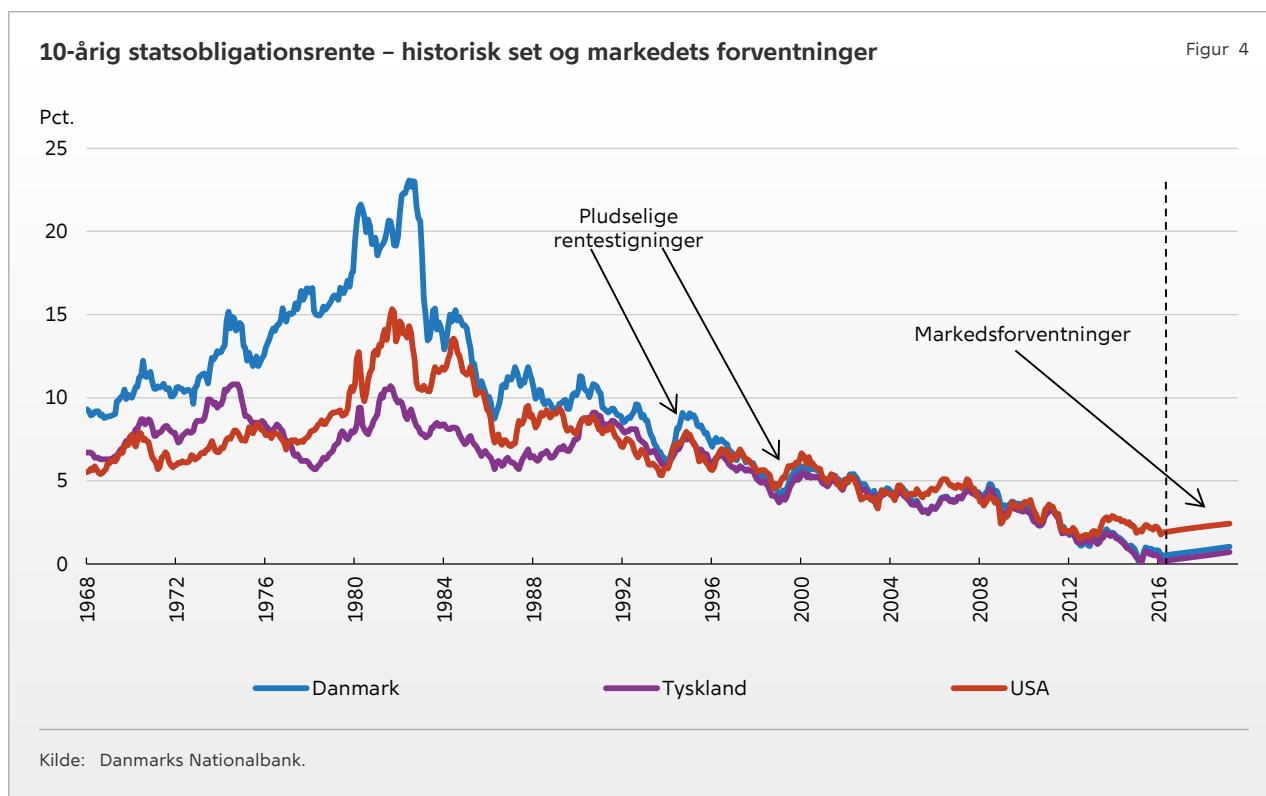
De lange renter er historisk lave, og selv om historien viser, at de kan stige pludseligt, forventer markedet, at de forbliver lave meget længe. Det kan føre til massive kurstab på beholdninger af lange obligationer, hvis renten stiger meget og i løbet af kort tid. Det viser en ny analyse fra Nationalbanken.

Prognoser fra internationale organisationer, centralbanker og private prognosemagere afspejler ikke en tro på, at vi er på vej mod en periode med langvarig stagnation, permanent ledig kapacitet i økonomien og vedvarende lav inflation i euroområdet

og USA – og dermed afspejler de heller ikke lave renter i lang tid. Hvis de forudsigelser holder stik, og de lange renter stiger pludseligt, vil obligationsinvestorerne lide store kurstab.

EN RENTENORMALISERING FORLØBER IKKE ALTID GLAT

I analysen ses på tidligere renteforløb under et konjunkturopsving og forskellige scenarier for den fremtidige udvikling i de lange renter. Der har tidligere været tilfælde, hvor den lange rente er steget meget på kort tid, fx i både 1994 og 1999,

**Figur 4**

Markedet forventer ikke, at renten stiger pludseligt, selv om det historisk set tit er sådan, det går.

hvor den 10-årige rente steg med over 2 procentpoint.

Man kan udlede markedsdeltagernes forventninger til de fremtidige renter ud fra de priser, der handles til på de finansielle markeder. I USA – hvor forventningerne til rentestigninger er størst – forventer markedet en noget langsommere normalisering af pengepolitikken end den amerikanske centralbank, Federal Reserve. En sådan divergens giver risiko for et stort hop opad i obligationsrenterne, hvis markedet tilpasser sig centralbankens forventninger. Rentestigningen kan have selvforstærkende effekter og blive kraftigere, hvis det sætter gang i et brandudsalg af obligationer. Renteudviklingen i USA er interessant, fordi den kan smitte af på udviklingen i euroområdet og Danmark.

RISIKO FOR KURSTAB PÅ OVER 20 PCT.

I artiklen er der regnet på forskellige scenarier for den fremtidige udvikling i de lange renter i USA.

Hvis renterne følger markedsforsventningerne, vil de årlige afkast af obligationsinvesteringer være små, men positive i de kommende år. Tilpasses renterne derimod forventningerne hos den amerikanske centralbank, og der samtidig sker et brandudsalg af obligationer, er der risiko for et øjeblikkeligt kurstab på over 20 pct.

Alle investorer med beholdninger af lange obligationer vil lide kurstab ved en stor stigning i de lange renter. Størstedelen af kurstabile i Danmark vil komme i pensionssektoren, som har en vis forsikring mod rentestigninger via pensionsforpligtelser og finansielle instrumenter. Der er dog også pensionselskaber, som har indrapporteret til Finanstilsynet, at store rentestigninger vil være det værste tænkelige scenarie for dem. Også danske pengeinstitutter vil på kort sigt tabe på deres lange obligationsbeholdninger ved en rentestigning. I modsætning til pensionssektoren investerer pengeinstitutterne dog primært i korte obligationer, hvor rentefølsomheden er lavere.

På længere sigt vil pengeinstitutterne potentielt kunne tjene på en højere marginal mellem udlåns- og indlånsrenter.

Læs mere i 'Scenarier for en normalisering af renteniveauet' i Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2016.

