

**FINANS
DANMARK**

Kan det passe, at alle store danske virksomheder leverer overnormale afkast?

Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (KFST) offentliggjorde den 9. august analysen "Konkurrencen på bankmarkedet for privatkunder" med en række vurderinger og indikatorer for konkurrencen i den danske banksektor.

Mens flere indikatorer og forhold, der gennemgås i analysen, er velkendt fra tidligere, er der også flere steder, hvor resultater og fortolkninger fremstår noget unuancerede: Analysen lægger i flere sammenhænge stærk vægt på ganske specifikke metoder og perioder og synes at se bort fra usikkerheden i beregningerne og fra, hvordan resultater fra andre lande og andre brancher kan nuancere konklusionerne – især når disse taler imod, at der skulle være væsentlige konkurrenceudfordringer på bankmarkedet.

Det gælder ikke mindst KFST's analyse af indtjeningen i danske banker, hvor de mener at finde tegn på overnormalt afkast ved at sammenholde afkast fra danske banker med ét teoretisk og ret kontroversielt mål for normalafkast på aktiemarkedene – og i øvrigt holde et snævert fokus på den korte periode fra 2016 til 2019.

Over denne periode leverede den danske banksektor et gennemsnitlig afkast – målt ved egenkapitalforretning – på ca. 9 procent, mens KFST's analyse lander med et estimeret normalafkast på 5-7 procent.

Som det har været fremført af flere eksperter – bl.a. professor i finansiering ved CBS David Lando i Børsen mandag den 22. august – er der dog betydelige kritikpunkter og usikkerhedsfaktorer i de valg af metode såvel som periode, der ligger til grund for KFST's analyse. Dermed må KFST's konklusioner tages med langt større forbehold, end analysen lægger op til.

En måde at anskueliggøre metodeudfordringerne er ved at lave samme analyse for et bredt udsnit af store danske virksomheder. Her har vi gjort det for alle virksomheder i C25-indekset samt alle større danske banker, idet vi så vidt muligt anvender KFST's egne forudsætninger, jf. figur 1 nedenfor.¹ Denne analyse viser, hvordan alle de store danske virksomheder – med undtagelse af tre – siden 2016 har leveret afkast, der ligger over normalafkastet, beregnet ud fra metoden i

Notat

23. august 2022

Dok. nr. FIDA-1941317218-708790-

v1

Kontakt Christian Heebøll Hammer

¹ Vi inkluderer alle danske banker (på koncernniveau), der indgår i Finanstilsynets gruppe 1 og 2. Derudover har vi valgt at inkludere Nordea Bank, selv om den teknisk set er en finsk bank, idet den nu indgår i C25-indekset og i KFST's analyse.

KFSTs analyse, som på sine egne præmisser tager højde for den risiko, der er ved at investere i virksomhederne.² Det viser klart, hvordan metoden systematisk finder normalafkast for danske virksomheder, der er langt under de faktiske afkast – "normalafkastet" er med andre ord langt fra normalt.

I øvrigt kan vi konstatere, at banker er blandt de virksomheder, der over perioden har leveret de klart laveste afkast, og hvor afvigelsen mellem det faktisk afkast og det beregnede normalafkast er absolut mindst. Med andre ord, hvis KFST's metode tages for gode varer, er konkurrenceudfordringerne vurderet ud fra afkastet langt større i andre brancher – og hvis dette skulle begrunde en særskat, burde den ligge helt andre steder end på bankerne.

Valget af periode i KFST's analyse forekommer også skævt, som også fremført af professor David Lando. Havde man valgt en længere periode på 10 eller 15 år, så den var mere konjunkturneutral i stedet for kun at omfatte højkonjunkturerne i årene op til coronaepidemien, ville det gennemsnitlige afkast for banker – som nogle af de eneste store danske virksomheder – faktisk ligge inden for det vurderede normalafkast.

Notat

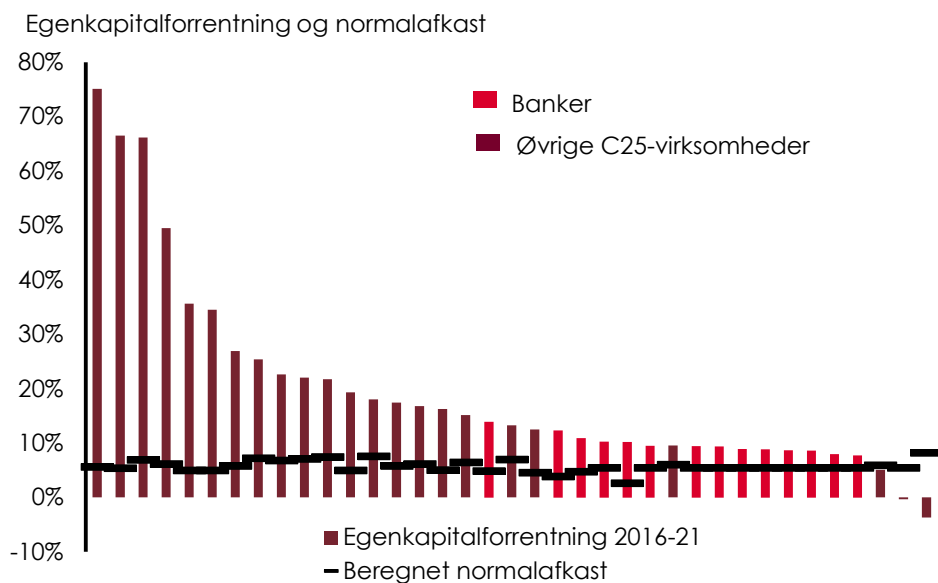
23. august 2022

Dok. nr. FIDA-1941317218-708790-
v1

² Her anvender vi samme metode og beregningsforudsætninger som KFST, jf. deres metodeboks 3.2 på side 60 samt parameterværdier i midten side 67 i rapporten: [Konkurrencen på bankmarkedet for privatkunder \(kfst.dk\)](https://www.kfst.dk).



Figur 1. Egenkapitalforrentning sammenholdt med normalafkast for alle C25-virksomheder og store danske banker



Notat

23. august 2022

Dok. nr. FIDA-1941317218-708790-

v1

Note: Figuren viser egenkapitalforrentningen og det beregnede normalafkast for alle C25-virksomheder (inkl. Lundbeck og SimCorp) samt alle større danske banker.¹ For de fire institutter, der indgår i KFST's analyse, anvendes samme gennemsnitlige beta-værdier som af KFST (0,9). For øvrige børsnoterede virksomheder anvendes beta-værdierne fra Bloomberg (beregnet pba. ugentligt data over de seneste fem år) og for ikke børsnoterede institutter antages en beta-værdi på 0,9 (som i KFST's analyse).

Kilde: Årsrapporter, Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen samt Bloomberg.

