



HOVEDSTADSREGIONEN SOM FINANSIELT CENTRUM

MULIGHEDER OG BARRIERER

SEPTEMBER 2017

AXCELFUTURE
DANMARK SOM FREMTIDENS INVESTERING

DENNE RAPPORT ER UDARBEJDET I
SAMARBEJDE MED COPENHAGEN ECONOMICS

Forord

Den økonomiske og finansielle krise, som startede i 2008, er nu reelt overstået i Danmark, og det samme gælder store dele af Nordeuropa. Ledigheden er så lav, at fremtidig vækst skal leveres af højere produktivitet og øget tilgang til arbejdsstyrken.

Som følge af betydelige regulatoriske reformer og den finansielle sektors egen indsats, er der blevet skabt en finanssektor i Danmark, som er stærkere end før krisen satte ind. Det er sket ikke mindst igennem en betydelig forøgelse af kapitalgrundlaget.

Det giver et godt afsæt for at vurdere, hvordan finanssektoren fremadrettet kan yde sit bidrag til værdiskabelsen i Danmark i de kommende år.

En bredere kreds af interessenter, organiseret omkring Axcelfuture, har derfor bedt Copenhagen Economics om at analysere dette emne – med særlig fokus på hovedstadsregionen, da sektorens aktiviteter i stigende grad er koncentreret i dette område.

Konkret analyserer vi emnet i fire dimensioner:

- Den finansielle sektors værdiskabelse historisk set
- Sektorens betydning for hovedstaden
- Det erhvervsmæssige potentiale i internationalt perspektiv med identifikation af styrkepositioner i sektoren
- Vurdering af rammevilkår særligt sammenlignet med andre regioner som efter Brexit i stigende grad konkurrerer om at tiltrække medarbejdere og finansielle virksomheder fra London



SAMMENFATNING

Den finansielle sektors værdiskabelse i historisk perspektiv

Værdiskabelse måles ved forbrugernes nytte

Den finansielle sektor i Danmark udgør i dag omkring 6 pct. af den samlede økonomi, og den er over de sidste 20 år vokset med 4,3 pct. årligt.

Den bedste måde, at vurdere værdien af den finansielle sektor, er imidlertid ved at se på værdien af de ydelser som sektoren leverer til kunderne.

Her har sektoren leveret massive løft i kvaliteten af ydelserne trods en betydelig reduktion i personale samt en moderat prisudvikling. Det skyldes en massiv effektivisering og digitalisering i produktionen af finansielle ydelser samt forøget konkurrence i markedet også fra udlandet.

Revolutionen i betalingsformidling

Fra et system baseret på kontanter og massiv fysisk infrastruktur er sektoren nu en af de mest digitaliserede systemer i verden. Sektoren har således kunnet kombinere et betydeligt fald i personaleforbrug med langt mere brugervenlige løsninger, som sparer kunderne for tid og besvær. Alene brugen af dankort har medført en besparelse for samfundet på op mod 5 mia. kr. i 2016 i form af tidsbesparelser, afskrivninger på kasseudstyr, opbevaring af kontanter og lignende. Hertil skal lægges betydelige besparelser ved brugen af MobilePay, internationale kreditkort, Apps mv. Danmark er desuden et af de første – hvis ikke det første – land i Verden, der har afskaffet checks per 1. januar 2017.

Mere effektivt kreditsystem

Omkostninger til finansiering er også faldet for sammenlignelige lån set over en længere periode. Det har fx indebåret, at den gennemsnitlige rentemarginal er halveret over de seneste 25 år uden tilsvarende stigninger i gebyrer.

Danmark har i den sammenhæng også fortsat et meget velfungerende realkreditsystem. Den samlede pris for et sammenligneligt boliglån er det laveste i EU – både med og uden korrektion for internationale forskelle i rentevilkår. Fx betalte svenske og tyske boligkøbere hhv. 19 og 87 basis point mere i rente inkl. gebyrer for variabelt forrentede lån i 2016 (3. kvartal). Det svarer til en årlig besparelse på mellem 1900 og 8700 kr. for et lån på 1 mio. kr.

Et sammenhængende pensionssystem

I kølvandet på udbygningen af arbejdsmarkedspensionerne i starten af 1990'erne har en stadig større del af befolkningen nu adgang til fleksible pensionsordninger. Det har betydet, at den samlede pensionsformue er vokset fra 64 pct. af BNP i 1991 til ca. 200 pct. i dag. Gennem kollektive ordninger kan selv små opsparinger få del af det afkast som professionelle kapitalforvaltere kan levere, herunder gennem en reduktion af risiko ved at investere i en bred portefølje af aktiver.

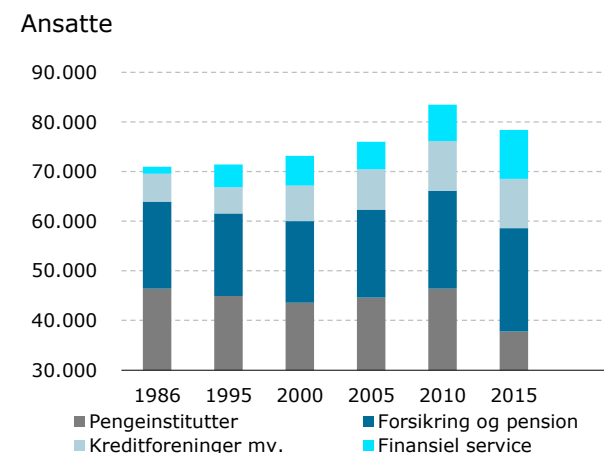
Behovet for arbejdsmarkedspensioner skal ikke mindst ses i lyset af, at folkepensionen er målrettet en rimelig indkomstdækning for personer med lave indkomster, samt det faktum, at den forventede levetid efter pensionsalderen er vokset med over 4 år

siden 1995.

Færre ansatte og anden struktur

Det er derfor heller ikke overraskende, at pensionskasserne har været voksende fra 1990'erne og frem. Specifikt er antallet af ansatte i sektoren steget med ca. 25 pct. siden 1995. Til sammenligning faldt beskæftigelsen i pengeinstitutterne med ca. 16 pct. i samme periode med faldet stærkt koncentreret om de seneste år, hvor digitaliseringen har taget fat.

Antal ansatte i de forskellige dele af sektoren og samlet



Den samlede vurdering er derfor, at sektoren over de seneste årtier, og ikke mindst det seneste årti, har leveret betydelige forbedringer af produktivitet og kvalitet trods lavere forbrug af ressourcer.

Den danske finansielle sektor flytter mod hovedstaden og er markant mere konkurrenceudsat

Den strukturelle udvikling i den finansielle sektor har entydigt flyttet aktiviteter mod hovedstadsregionen og mod øget brug af uddannet arbejdskraft:

- Frem til 2009 har omkring 55 pct. af de ansatte i den finansielle sektor været ansat i hovedstadsregionen. Over de seneste år er dette tal steget til næsten 60 pct.
- Tilsvarende er andelen af ansatte med videregående uddannelser i den finansielle sektor i hovedstadsregionen steget fra 42 pct. i 2009 til 52 pct. i 2015.

Digitalisering har været en drivende kraft i konsolidering af back-office funktioner og udvikling af centraliserede platforme med direkte adgang for kunderne (netbank, mobilepay).

Effektivisering og krævende regulering har også medført stigende stordriftsfordele, hvor de større nationale og internationale banker naturligt vinder markedsandele. Det betyder også, at den finansielle sektor fylder ganske meget i hovedstadsregionen og er en stor bidragsyder til økonomien, men løbende fylder mindre i provinsen.

Digitalisering i sammenhæng med den generelle internationalisering af sektoren har samtidig gjort aktiviteterne i produktionen langt mere flytbare i geografisk forstand – også på tværs af grænser.

Pointen er, at når man kan flytte aktiviteter fra filialstruktur over hele landet til IT og internetbaserede løsninger i København, så kan de

også flyttes til fx Indien, Polen eller de Baltiske lande. Det er hvad den finansielle sektor har gjort globalt set over de seneste 10 år. Det skyldes ikke bare lavere lønninger, men også at en række af disse lande har arbejdskraft med meget skarpe IT-kompetencer. Danmark importerede for 3 mia.kr. finansielle ydelser i 2015.

Så længe udflytningen af arbejdspladser skyldes sund international arbejdsdeling – hvor Danmark som et videnssamfund specialiserer sig i den øvre del af værdikæden – vil den også være gavnlig for Danmark. Det samme gælder dog ikke når udflytningerne sker pga. for høj beskatning eller dårlige rammevilkår i Danmark. Så mister Danmark arbejdspladser, uden at produktionen bliver bedre eller billigere.

Den øgede digitalisering har særligt øget graden af konkurrenceudsættelse på tre områder:

- Formueforvaltning
- Betalingssystemer og digital infrastruktur
- Levering af risikovillig kapital, særligt til større virksomheder (både lån og egenkapital)

Især inden for de to sidstnævnte er skalafordelene så store, at danske finansielle virksomheder risikerer at blive overhalet af store internationale finanshuse. Det gælder fx børsnoteringer af virksomheder, hvor meget specifik branchekendskab er afgørende (fx cleantech og biotech).

Et heroisk estimat tilsiger, at andelen af internationalt konkurrenceudsatte og flytbare

aktiviteter i sektoren er vokset fra 10 pct. for 20 år siden til 50 pct. i dag. Det er tilmed sandsynligt, at konkurrenceudsættelsen i finanssektoren bliver endnu højere i fremtiden, da finansielle ydelser bliver mere og mere mobile på tværs af grænser.

International benchmarking af sektorens erhvervsmæssige potentiale

Den stigende internationalisering af sektoren gør også, at den i stigende grad må betragtes som andre industrier, der konkurrerer om markedsandele og de dygtige medarbejdere på tværs af grænser. Det giver så anledning til to spørgsmål:

- Hvad er det for andre "metropoler", som region hovedstaden skal konkurrence med?
- Hvor er det sektoren har nogle styrkepositioner, som med de rette vilkår kan vendes til øget aktivitet, mere eksport og mindre import?

Benchmark regioner

I kølvandet på Brexit har en række regioner i EU med potentiale for at styrke deres finansielle sektor systematisk arbejdet med at markedsføre deres potentialer. Set med danske øjne er de åbenlyse benchmark regioner: Stockholm, Oslo, Helsinki, Amsterdam, Luxembourg, Frankfurt, Dublin og Paris.

Kompetencer inden for kapitalforvaltning:

Kapitalforvaltning er en åbenbar styrkeposition i København, og Danmark har en forholdsvis stor kapitalforvaltningssektor. En opgørelse foretaget af Investeringsfondsbranchen viste, at i 2016 havde udenlandske investorer ca. 1.100 mia. kr. under dansk forvaltning alene blandt de store kapitalforvaltere.

I pensionssektoren har Danmark samlet set ca. 206 pct. af BNP under forvaltning – de næsthøjeste lande ligger på omkring 130-180 pct. I forhold til andre lande, er denne store formue forvaltet fra et meget lille geografisk område; nemlig København. I absolutte niveauer er Danmark kun overgået af

Holland, og ligger betydeligt over de andre benchmark-regioner.

I de seneste 10-15 år er man gået over til såkaldte markedsrenteprodukter inden for pension. Det har understøttet en opbygning af stærke kompetencer inden for kapitalforvaltning. Foruden det strategiske niveau hos pensionskasserne, har det resulteret i, at Danmark har en række internationalt anerkendte kapitalforvaltere som fx Nordea Asset Management, Danske Capital, Capital Four og Carnegie.

Hermed må det også forventes, at ressourceindsatsen per investeret krone fremadrettet kommer til at stige. Formueforvaltning med en større aktieandel og evne til fx at deltage i finansiering af biomasseanlæg, vindmøller og klimaløsninger i resten af verden vil kunne øge afkastet af opsparerens midler og styrke danske virksomheders eksport. Merafkastet fra en sådan strategi kan kompensere for det højere personaleforbrug, som det kræver at gennemføre den type af finansiering. I samme retning trækker tendenserne med øget fokus på aktivt ejerskab for at opnå høj forrentning og ansvarlige investeringer.

Realkredit

Danmark har et af verdens bedste systemer til ejendomsfinansiering. Det har også gjort, at Danmark er verdensmestre inden for fixed income produkter og relateret market making (Danske og Nordea Markets), dog med en hvis nedadgående tendens pga. stigende kapitalkrav, regulering og krav til back- og middle-office funktioner.

Det er imidlertid et produkt, det af mange grunde er svært at eksportere, men det er stadig vigtigt at

bevare de gode rammevilkår, der sikrer danske forbrugere lave låneomkostninger.

International benchmarking af sektorens erhvervsmæssige potentiale

Velfungerende large-cap aktiemarked

Tilsvarende har Danmark også et af verdens mest velfungerende og likvide aktiemarkeder inden for large-cap virksomheder. Derudover har dansk large-cap et meget godt internationalt ry, og store internationale investorer har fokus på det danske large-cap marked med flere store noteringer.

Industrielt betingede potentielle styrkepositioner

Udvikling af den finansielle sektor kan også drives af underliggende industrielle styrkepositioner. Det har man set ikke mindst i USA – og Sverige – inden for Life Science og ITC-områder med stærke kompetencer til at investere i disse selskaber fra virksomhedens begyndelse til en eventuelt senere børsnotering.

Tilsvarende har Danmark også et potentiale i levering af specialiseret finansiering til danske virksomheder indenfor life science og clean-tech. Det gælder både store børsnoteringer fx Zealand Pharma og Forward Pharma og eksportfinansiering fx af vindmøller, biogasanlæg og vandteknologi. Dette er dog et område, hvor Danmark er udsat for hård konkurrence, hvilket ikke mindst er set ved antallet af danske virksomheder, der bliver solgt til udlandet (M&A).

Fortsat udvikling af styrkepositioner på disse områder har også stærke afledte effekter på udvikling af disse industrielle klynger. Fx vil tilførsel af kapital og ledelse kunne bidrage til at danske up-start virksomheder vokser hurtigere og i højere grad forbliver dansk baserede og dermed oftere skaber højtlonnede jobs i Danmark.

En realisering af dette potentiale med et stærkt økosystem af rådgivere og investorer vil således både kunne øge eksporten af finansielle tjenester og understøtte højproduktive erhverv i resten af økonomien.

Digitale betalingsløsninger

Inden for retail banking er Danmark langt fremme ift. implementering af nye betalingsløsninger, net-bank mv. Danmark ligger fx i top i TEH-A's Cashless Society Index (CSI) og i brugen af netbankløsninger.

Dette har også muliggjort, at mange finansielle virksomheder er begyndt kraftigt at outsource deres it-opgaver, andre driftsopgaver, udviklingsopgaver mv. Det glæder både til underleverandører i Danmark, samt underleverandører og afdelinger i lavtlønslande.

Rammevilkår og barrierer

Et stærkt udgangspunkt

Hovedstadsregionen har en række ganske gunstige rammevilkår som kan bringes i spil i forhold til at fastholde og tiltrække nye medarbejdere og virksomheder til denne del af Danmark:

- En lufthavn som ligger godt placeret i forhold til afstand til bycentrum og kvalitet på forbindelser.
- Lavere boligudgifter, særligt i forhold til London, Stockholm og Paris, kan delvist kompensere for den højere skat ved længere ansættelse.
- Høj score på generel livskvalitet ved at bo i regionen.
- Relativt højt uddannelsesniveau og godt ry!
- En god dækning af internationale skoler som gør rekruttering af ledere med børn mere realistisk.

Danmark som helhed har kvaliteter som investeringsland, der er særligt attraktivt for finansielle virksomheder:

- Høj troværdighed: lav korruption, forudsigeligt retssystem og høj kvalitet af den finansielle regulering.
- Markant mere fleksibelt arbejdsmarked i forhold til at kunne ansætte og afskedige medarbejdere i forhold til Tyskland, Frankrig, Holland og Luxembourg.
- Udlændinge med kortere stationeringshorisont har konkurrencedygtige skattevilkår som følge af forskerskatteordningen.
- En konkurrencedygtig selskabsskat kun overgået af Irland og Finland.
- Ease-of-doing business indikatorer tilsiger generelt, at Danmark er i top internationalt og foran samtlige benchmark regioner.

Barrierer for vækst

Der er imidlertid også nogle åbenlyse udfordringer, såfremt regionen skal op i gear for at kunne tiltrække nye aktiviteter til regionen.

Konkret peger vi på følgende områder, som trænger til et eftersyn, og vi peger i rapporten på nogle retninger for reformer.

Skatteområdet

Lønsumsafgiften må betragtes som en anakronisme. Den er begrundet med, at husholdninger på grund af sektorens fritagelse for moms betaler for lidt for deres brug af finansielle tjenester. Men lønsumsafgiften er ikke en forbrugsskat, men en produktionsskat som øger virksomhedernes omkostninger til finansiering. Og det er indlysende, at en skat på produktion af finansielle tjenester på dansk jord ikke hænger sammen med en sektor, som bliver mere og mere flytbar.

Forskerskatteordningens begrænsede løbetid er problematisk i forbindelse med fastholdelsen af nøglemedarbejdere.

Beskatningsmur for danske investeringsfonde hæmmer konkurrencen gennem en uheldig udbyttebeskatning af udenlandske investorer, samt komplekse regler for beskatning af afkast fra udenlandske investeringsfonde mv. Fx kan uklarhed om beskatning i Danmark hurtigt skræmme internationale investorer væk.

Høj skat på iværksættere

Danmark har høje skatter på iværksættere sammenlignet med andre lande som fx Storbritannien, hvor lempelige skatteregler er med til at forbedre rammevilkårene for mindre virksomheder.

Aktieavancebeskatning rammer små virksomheder, da disse i høj grad er afskåret fra de internationale kapitalmarkeder, hvormed den høje danske aktieavancebeskatning får virksomhedernes funding omkostninger til at stige betydeligt. Udover at svække innovation og vækst bremser det også fødekæden til danske finansielle aktører i VC, PE og small og mid cap IPO markederne. Det gør det også mindre attraktivt for fx innovative fintech iværksættere med personligt ejerskab at vælge Danmark som investeringsland.

Rammevilkår og barrierer

Manglende fokus på danske kompetencer og vækstvirksomheder

Når investeringer i Danmark fokuserer på den helt store internationale skala, risikerer man, at hjemmemarkedet bliver forsømt. Der mangler et mindre nationalt ”vandhul”, hvor også de store danske investorer vil være med.

Biotech og Clean-tech er åbenlyse kompetenceklynger i Danmark. Men mange danske virksomheder bliver solgt til udlandet relativt tidligt i deres vækstforløb. Dermed kan Danmark miste de kompetencer og muligheder, der sælges ud af. I enkelte sager, fx salget af Universal Robots til USA, har udenlandske myndigheder angiveligt været indblandet i målet om at sikre deres position som internationalt kompetencecenter.

Fintech er tilsvarende et område, hvor der er konkurrence om at blive det nye centrum. Her er det afgørende at den danske regulering giver gode testmuligheder for ikke helt fuldt afprøvede løsninger før de rulles ud til hele markedet.

Finansiel regulering og manglende fleksibilitet

Den finansielle regulering er forholdsvis omskiftelig i Danmark, hvor nye regler nogle gange implementeres med forholdsvis kort varsel med regulatorisk usikkerhed som konsekvens.

Danmark er også traditionelt meget pligtopfyldende ift. implementering af EU-regulering fx er implementeringen af Basel III krav over det påkrævede, dvs. der er tale om overimplementering.

Indholdsfortegnelse

1

Den samfundsmæssige værdi af sektoren

2

Den finansielle sektor i hovedstadsregion

3

Styrkepositioner i internationalt perspektiv

4

Hovedstadsregionen er attraktiv for finansielle virksomheder

5

Styrkede rammevilkår: indsatsområder

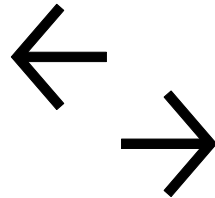
1

DEN SAMFUNDSMÆSSIGE VÆRDI AF SEKTOREN

Velfungerende finansiel sektor en forudsætning for vækst og velstand

UNDERSTØTTER DE RIGTIGE INVESTERINGER

- Den finansielle sektor sørger for, at opsparing i samfundet bliver kanaliseret hen til de virksomheder og husholdninger, der har størst behov for finansiering.
- Det betyder, at virksomheder kan foretage investeringer, og husholdninger kan købe bolig, bil mv. på trods af, at de ikke selv har den tilstrækkelige finansielle opsparing til rådighed.



FORMIDLER FINANSIERING

Finansielle institutioner vurderer de enkelte virksomheder og husholdninger, så det er de mest kreditværdige og lovende virksomheder, der modtager finansiering.

GIVER OPSPARERE MULIGHEDER FOR HØJT AFKAST MED STYRET RISIKO

- Formidlingen af finansiering betyder, at virksomheder og husholdninger kan få forrentet deres opsparing med en styret risiko.
- Det ville være forbundet med stor usikkerhed, hvis den enkelte opsparer skulle låne ud til enkelte virksomheder – hvis virksomheden går konkurs har opspareren mistet hele investeringen.
- I den finansielle sektor bliver risikoen spredt ud på alle opsparende, hvilket mindsker risikoen for den enkelte.

EMPIRISKE STUDIER BEKRÆFTER DEN FINANSIELLE SEKTORS SAMFUNDØKONOMISKE VÆRDI

Sammenhængen mellem økonomisk vækst og den finansielle sektor er meget velundersøgt.¹ En lang række studier – baseret på data fra forskellige lande, i forskellige tidsperioder, med forskellige estimationsmetoder – finder, at en udviklet finansiell sektor fremmer økonomisk vækst.¹

Her nævnes tre eksempler på resultater fra disse studier:

- En dårligt udviklet finansiell sektor kan forklare 20 pct. af forskellen i økonomisk vækst mellem lav- og højvækst lande. Studiet baserer sig på data fra 72 lande i perioden 1960-1989.²
- Lande med et veludviklet aktiemarked (som fx UK) havde i perioden 1976-1993 en økonomisk vækst, der var ca. 0,6 procent point højere end lande med et dårligt fungerende aktiemarked (som fx Østrig). Studiet er baseret på data fra 42 lande.³
- En udviklet finansiell sektor er vigtig for eksportudsatte erhverv, og bidrager til at øge eksporten indenfor fremstillingssektoren. Studiet er baseret på data fra USA.⁴

HURTIGE OG SIKKER AFVIKLING AF BETALINGER

- Banker står i dag for langt størstedelen af transaktioner i økonomien via digitale overførsler.
- Det betyder, at både virksomheder og familier kan købe varer og tjenester nemt, sikkert og effektivt.
- Konkret skønner vi, at alene indførelsen af Dankort, har medført en besparelse for det danske samfund på ca. 5 mia. kr. Dertil kommer besparelser via betalinger på nettet, overførsler via netbank og mobilen, mv.

Noter: 1) For omfattende litteraturgennemgang, se Levine (2004): "Finance and growth: theory and evidence", eller Beck (2011): "The role of finance in economic development" 2) King and Levine (1993) se Levine (2004), s. 40 3) Levine and Zervos (1998), Se Levine (2004), s. 44 4) Michalski and Örs (2011), Se Beck (2011), s. 19.

Finanssektorens robusthed er øget betydeligt siden finanskrisen

Soliditet er mere end genoprettet efter krisen

Som følge af både EU's krav og sektorens egne ønsker fremstår den danske finanssektor med en meget høj soliditet. Siden finanskrisen har danske banker omtrent fordoblet deres kapitalgrundlag, målt i forhold til risikovægtede aktiver, *jf. øverste figur*. Den egentlige kernekapital (som er den mest tabsabsorberende form for kapital) udgør således i gennemsnit over 16 pct. af de risikovægtede aktiver mod 8 pct. i 2006. Det er ligeledes bemærkelsesværdigt, at den blev løbende forøget igennem kriseårene i takt med, at institutterne fik tilført kapital og nedbragt tab på deres udlån.

Danske banker ligger også blandt de bedst kapitaliserede banker i EU sammen med de svenske, hollandske og tyske banker. Den gennemsnitlige egentlige kernekapitalprocent for europæiske banker var i 2015 ca. 13 pct. mod ca. 16 pct. for danske banker.

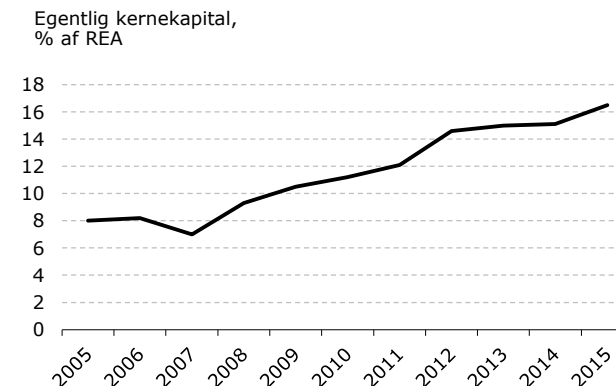
Danske banker kan modstå et markant samfundsøkonomisk tilbageslag

Nationalbankens test af kapitalgrundlag ved tilbageslag i konjunkturerne ("stress test") viser også, at særligt de større banker kan håndtere et sådan tilbageslag uden problemer. Sektoren vil fortsat have en pæn overdækning af kapital (ift. kapitalkrav) på over 10 pct. af aktiverne i 2018 ved en hård recession startende i 2016 med fald i BNP på godt 5 pct. og fald i huspriser på knap 20 pct. over de to år jf. nedenstående figur. Generelt viser internationale undersøgelser, at selv de allermest dramatiske bankkriser – betydeligt værre end krisen i 1980'erne og efter 2008 – ikke giver tab, der overstiger 15-20 pct. af udlån.¹

De tilbageværende problemer knytter sig særligt til mindre banker med stor eksponering til landbruget. Det er en ret begrænset del af det samlede udlån, men fylder op til 20 pct. i nogle af de mindre banker og andelen af problematiske lån er fortsat betydelige højere for landbrug end andre sektorer.

Samlet set har danske myndigheder sammen med sektoren løst opgaven med at stabilisere finanssektoren særdeles godt. Det afspejler sig også i, at staten netto i årene efter krisen har haft et overskud på over 18 mia. kr. i forbindelse med lån og garantier til sektoren.² Tabene har været koncentreret omkring de mindre samt enkelte mellemstore banker, som fx Amagerbanken.

Kapitalgrundlaget i banksektoren er øget betydeligt



Kilde: Nationalbankens Finansielle stabilitet 2016:1

Solid overdækning af kapital i Nationalbankens stresstest



Note: Figuren viser overskud af kapital i forhold til kapitalkrav i scenariet hård recession.

Kilde: Nationalbankens Finansielle stabilitet 2016:1

Noter: 1) Se IMF (2016): Benefits and Costs of Bank Capital. 2) Se Økonomisk status på bankpakkerne 2016: <http://em.dk/nyheder/2016/16-04-01-status-bankpakker>

Den samfundsmæssige værdi af sektoren

Indtjening i sektoren nærmer sig før-krisen niveau

Indtjening genoprettet

Indtjeningen i sektoren er blevet genoprettet i finanssektoren *jf. øverste figur*. Det samlede resultat efter skat målt i mia. kr. var i 2015 på niveau med 2005. Afkastet på kapital (egenkapitalforrentningen) ligger dog stadig et stykke under niveauet fra før krisen. Det samlede overskud skal således "fordeles" på et væsentligt udvidet kapitalgrundlag, som reguleringen har krævet.

Forrentningen af kapital i danske banker ligger under niveauet for en gennemsnitlig dansk mellemstor virksomhed, *jf. nederste figur*. Regnskaberne i 2015 og 2016 er også præget af store nedjusteringer i forventede tab på lån og dermed også større opgjorte overskud.¹ Som Nationalbanken noterer, kan dette ikke forventes tilsvarende at bidrage til overskud i de kommende år.

Genopretningen har rejst en diskussion, om hvorvidt investorer stiller for høje afkastkrav og dermed presser sektoren til at tage for store risici, hvilket kunne bidrage til nye finansielle risici. Vi vil gerne adskille dette i tre forskellige dagsordener med en klar arbejdsdeling mellem regulator og ejerne af finansielle institutioner:

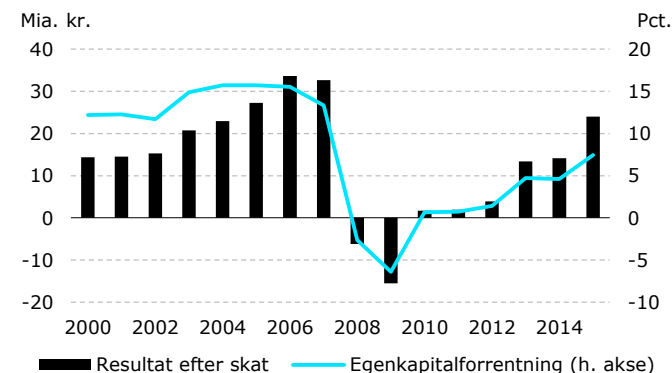
Den regulatoriske: Med de nye EU krav og ambitiøs dansk implementering er soliditeten på et helt andet niveau end før krisen. Samtidig har myndighederne med systematisk brug af stress tests et redskab til at vurdere, om kapitalgrundlaget er tilstrækkeligt i forhold til risikoen i de enkelte institutioner.² Hvis stress testene viser, at nogle banker vil være nødlidende i tilfælde af en ny krise, kan man kræve tilgang af ny kapital samt dispositioner, som reducerer risiko.

Det er modsat ikke en myndighedsopgave at vurdere, om afkastkrav er for store eller for små.

Den forretningsmæssige: Ledelse og bestyrelse i de enkelte banker har til opgave at udvikle en forretningsmodel, hvor kompetencer, kapitalgrundlag, risikotagning og afkast følges ad. Det gælder for den finansielle sektor som for alle andre industrier. Debatten om aktivt ejerskab viser også, at det er en opgave, som får større fokus, ikke mindst hos institutionelle investorer

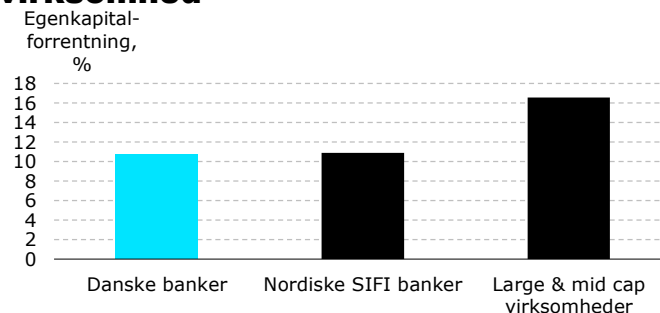
Vækstperspektivet: Hvis danske banker og andre finansielle institutioner i højere grad skal levere kapital til fx mindre og nye danske virksomheder for at finansiere investeringer og vækst, så kommer de til at tage større risiko. Det betyder krav om højt kapitalgrundlag, men også, alt andet lige, større afkastkrav.

Indtjeningen i danske banker nærmer sig før-krisen niveau



Note: Figuren viser den historiske udvikling blandt alle pengeinstitutter
Kilde: Finans Danmark

Afkast på kapital i danske banker i 2016 er tæt på en gennemsnitlig virksomhed



Note: Egenkapitalforrentningen er vægtet ift. virksomhedernes samlede aktiver. Opgørelsen af egenkapitalforrentningen for de danske banker er baseret på koncerntal for et udvalg af institutter. De udvalgte regnskaber dækker ca. 80 pct. af danske pengeinstitutter og ca. 85 pct. af danske realkreditinstitutter målt på aktiver.
Kilde: Bankernes årsrapporter og Finans Danmarks

Noter: 1) Se Finansrådet (2017): "Fortsat bedring i bankernes indtjening". 2) Der kan dog være behov for at udvikle disse stress tests som beskrevet i Copenhagen Economics (2017): "The role of macroprudential policy in Sweden".

Den finansielle sektor i Danmark har udviklet sig meget over de sidste 20 år

Den finansielle sektor sikrer nogle helt essentielle funktioner i samfundet. Det gælder fx et velfungerende betalingssystem, husholdningers muligheder for boliglån og pensionsopsparing, samt at danske virksomheder har den rette adgang til kapital og risikoafdækning mv. I den forstand udgør finansielle ydelser en grundsten i det moderne samfund, og det kommer hele samfundet til gode, når den finansielle sektor fungerer godt i Danmark.

Historisk udvikling i produktivitet

Den finansielle sektor i Danmark udgør i dag omkring 6 pct. af den samlede økonomi målt på bruttoværditilvækst, og den er over de sidste 20 år vokset med 4,3 pct. årligt. Omvendt fylder sektoren kun knap 3 pct. målt på antal beskæftigede og er ikke vokset meget over de seneste 20 år. Den finansielle sektor er den sektor i Danmark med den højeste

produktivitet (målt som BVT pr. beskæftiget), og produktiviteten er vokset betydeligt over de seneste 20 år. Når vi ser på kerneydelser fra de forskellige dele af sektoren kan vi konstatere, at der forvaltes omkring 50 pct. flere udlån/indlån fra penge- og realkreditinstitutter pr. arbejdstime (målt i reale priser) end der gjorde for 20 år siden.

Produktivitet og værditilvækst er dog svært at måle for finanssektoren, da finansielle ydelser er immaterielle og udgør en grundsten i samfundet.

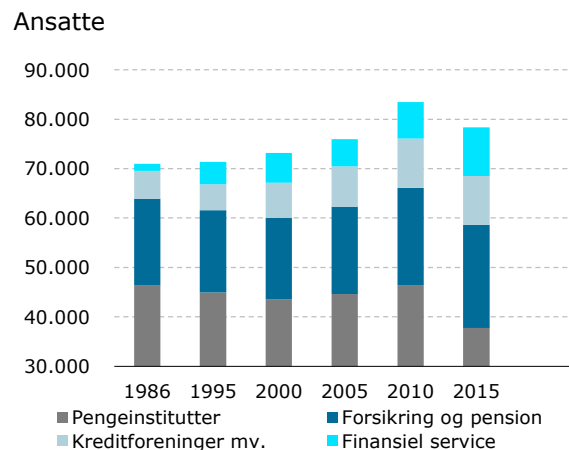
Udviklingen i forskellige dele af sektoren

Når vi ser på enkelte dele af sektoren, er beskæftigelsen i pengeinstitutter faldet betydeligt, specielt inden for de seneste fem år. Omvendt er beskæftigelsen steget inden for forsikring og pension, realkredit og specielt andre finansielle

ydelser. Fx er investeringsfonde steget betydeligt over de seneste 20-30 år. Det indikerer i høj grad, hvordan Danmarks finansielle sektor har udviklet sig over perioden:

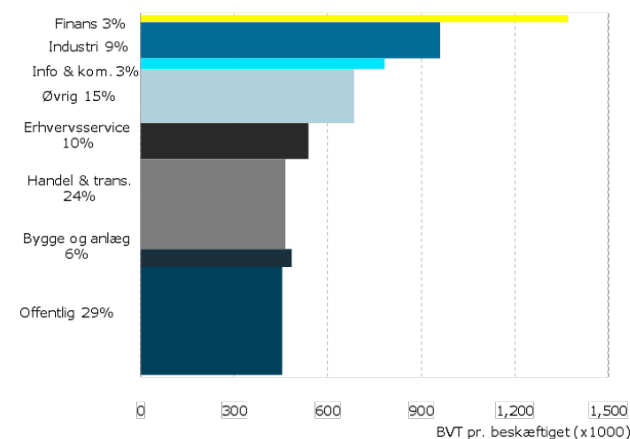
- Sektoren er blevet mere effektiv, og det har været muligt at skære ned på antallet af ansatte, specielt i pengeinstitutter.
- Pensionssystemet er vokset kraftigt efter overgangen til arbejdsmarkedspensioner og markedsrente-produkter i 1990'erne og 00'erne.
- Der er sket en udbygning af realkreditsystemet med flere produkter trods stigende kapital- og rapporteringskrav.
- Vi har set en begyndende kompetenceklynge inden for kapitalforvaltning.

Relativ stabil samlet beskæftigelse



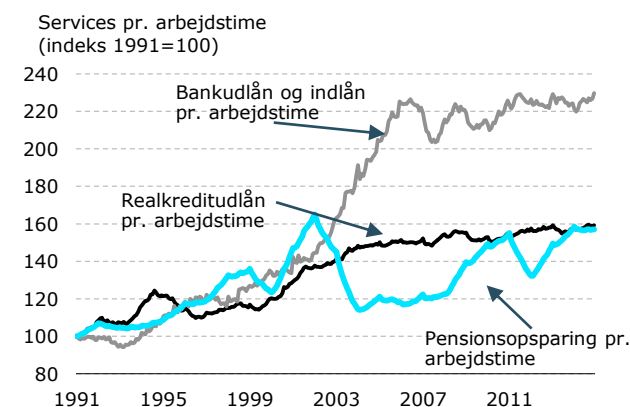
Kilde: Danmarks statistik

Høj produktivitet i finanssektoren



Kilde: Nationalregnskabet og egne beregninger

Finanssektoren har effektiviseret kraftigt



Note: Ind- og udlån er opgjort i reale priser

Kilde: Danmarks statistik

Der er sket en revolution inden for betalingsformidling

Det danske samfund har gennem en velfungerende banksektor sparet milliarder gennem digitalisering af bl.a.:

- **Betalinger:** fra kontanter og checks til mobilepay og betalingskort
- **Indskud:** fra bankbog til internettet

Traditionelle digitale betalingsløsninger skaber markante besparelser for samfundet

Brugen af Dankort er eksploderet siden midt 80'erne, *jf. øverste figur*. Vi skønner, at det har medført en samfundsmæssig gevinst på ca. 5 mia. kr. i 2016¹.

Hovedparten af omkostningerne ved kontanter tilfalder de erhvervsdrivende, som vurderes at ville have haft udgifter svarende til ca. 2 mia. kr. årligt ved at modtage kontantbetalinger i stedet for dankort.¹ Omkostningerne kan hovedsageligt henføres til den tid, der bruges på interne arbejdsgange, samt afskrivninger på kasseudstyr, opbevaring, mv. Derudover ville forbrugernes ekstraomkostninger ved kontaktbetalinger have været ca. 1,3 mia. kr. årligt (hvoraf 2/3 svarer til den tid, der bruges på at hente og hæve kontanter).

Nye betalings- og netbank løsninger er blevet markante succeser

Den finansielle sektor udvikler hele tiden nye og mere effektive betalingsløsninger. Eksempelvis har Danske Bank udviklet MobilePay, som har muliggjort straks overførsler. Appen er blevet en kæmpe succes og har ca. 3,3 mio. brugere. Alene i 2016 blev der overført mere end 170 mio. gange

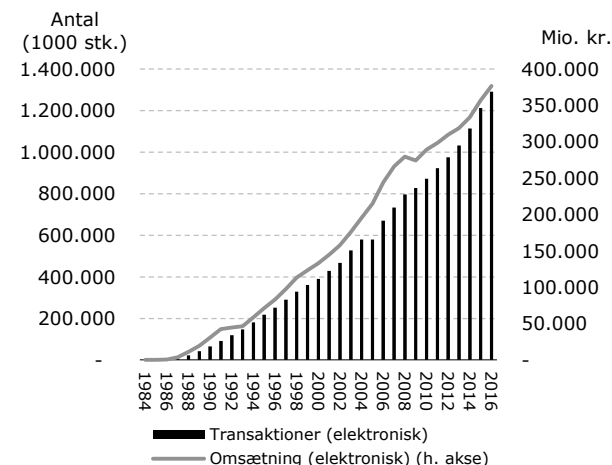
svarende til overførsler for 43 mia. kr. Skulle overførslerne i stedet være sket med kontanter skønner vi, at det ville medføre omkostninger svarende til ca. 700 mio. kr.¹

Udover Mobilepay, er der en lang række andre digitale betalingsløsninger, der har medført samfundsmæssige besparelser. Fx:²

- Kontaktløs teknologi, fx Rejsekortet eller BroBizz.
- Mobilterminaler, fx iZettle.
- Netbankløsninger, der anvendes til køb på internettet, fx iDEAL.
- Internetkonti, fx Paypal.
- Betaling via SMS, fx teleselskaber.
- Betaling ved brug af apps, fx DSB billet app.

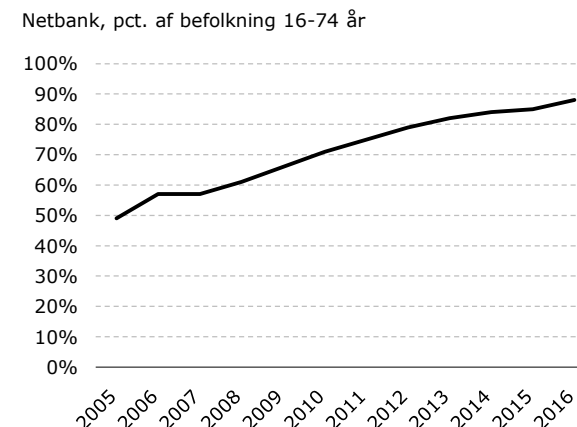
Yderligere har både kunder og banker oplevet betydelige besparelser i form af hhv. tidsforbrug og personaleomkostninger ved brugen af netbank, *jf. nederste figur*. Fra 2005 er andelen af befolkningen som benytter sig af netbank steget fra 50 pct. til op mod 90 pct. i dag. Det har påvirket antallet af ansatte inden for kasseekspedition i de danske pengeinstitutter, som er faldet fra ca. 20.000 i 2005 til ca. 6.000 i dag.

Stor stigning i brug af Dankort



Kilde: Danmarks Statistik

En stor andel af den danske befolkningen benytter sig af netbank



Kilde: Eurostat

Noter: 1) Egne beregninger pba. Danmarks Nationalbank (2011) Omkostninger ved betalinger i Danmark. 2) Betalingsområdet (2013) rapport om nye betalingsløsninger.

Den samfundsmæssige værdi af sektoren

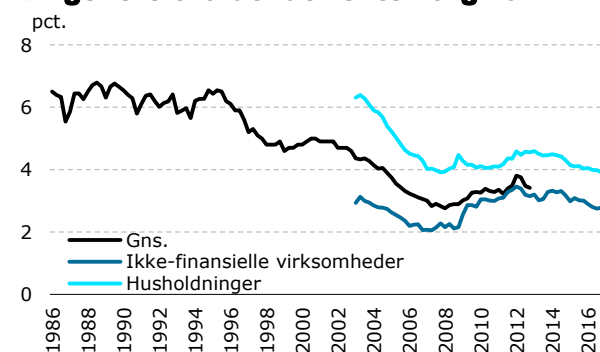
Kredit- og kapitalmarkeder er blevet mere effektive, risikovillig kapital til små virksomheder halter bagefter

Det finansielle system er også generelt blevet mere effektivt hvad angår virksomhedsfinansiering, både igennem kapital- og kreditmarkeder.

Faldende mark-up på lånefinansiering

Bankernes pris på bankfinansiering består hovedsagelig af rentemarginaler, dvs. forskellen på indlånsrente og udlånsrente, og til dels gebyrer. Rentemarginalerne er faldet betydeligt over de seneste 20 år, særligt i den seneste periode, hvor den negative rente gør det svært for banker at tjene på indlån. Det er specielt rentemarginalen på lån til husholdninger, der er faldet. Dette indikerer en forøget effektivitet, fx i og med, at lån nu ofte gives forholdsvis automatiseret igennem netbank.

En generelt faldende rentemarginal



Kapitalmarkedsfinansiering

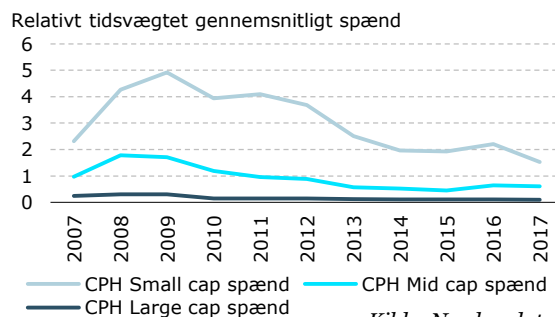
Ved kapitalmarkedsfinansiering er omkostningerne faldet for langt de fleste virksomheder. Det udmærker sig blandt andet ved en effektiv prisfastsættelse på de finansielle markeder. Fx, har bid-ask spændet på det danske aktie- og obligationsmarked generelt været faldende siden finanskrisen, jf. *øverste figur*. Dog har den stigende

regulering og krav til compliance i bankerne forøget omkostningerne ved market making igennem de seneste år.

København er også kendetegnet ved en høj likviditet på large cap aktier, men halter bagefter Helsinki og Stockholm på small cap markedet, jf. *nederste figur*. Konkret er spændet på large cap aktier i København 5 pct. og 10 pct. lavere end spændet i henholdsvis Helsinki og Stockholm. Modsat er spændet på small cap markedet ca. 77 pct. højere i København end i Stockholm og 37 pct. højere end i Helsinki. Det høje spænd og dermed lave likviditet kan være en betydelig udfordring for mindre virksomheder i Danmark.

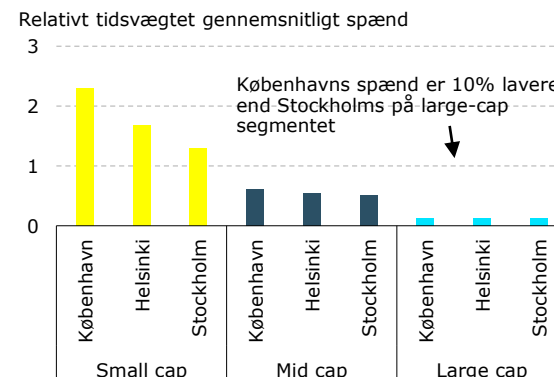
Finanskrisen udstillede yderligere problematikken for small cap segmentet på Københavns fondsbørs, jf. *figur nedenfor*. Det er generelt problematisk, hvis robustheden af likviditeten er lav i krisetider, da mindre virksomheder i krisetider oftere vil have behov for at rejse ny kapital til at dække midlertidige underskud.

Udvikling i likviditeten i aktier på Københavns fondsbørs

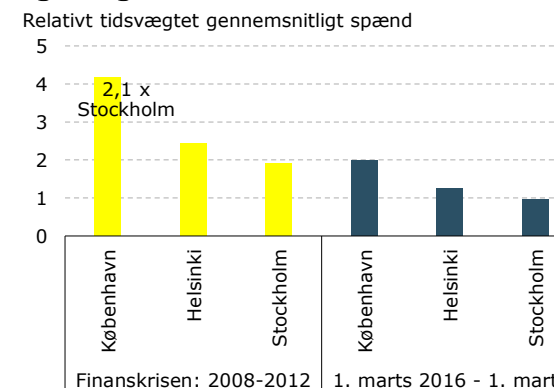


I den forbindelse er mange mindre børsnoterede virksomheder også blev de-listet, og markedet for nye små børsnoteringer er også gået helt i stå (beskrevet i kapitel 3).

Gennemsnitligt spænd fra 2012-2017



Small-cap spænd hhv. under finanskrisen og i dag



Kilde: Nasdaq data

Pensionssystemet er udbygget betydeligt i de seneste årtier

Flere danskere har adgang til fleksible pensionsordninger

Siden udbygningen af arbejdsmarkedspensionerne i 1990'erne, har en stadig større andel adgang til fleksible pensionsordninger, der sikrer både opsparring til alderdom samt risikoafdækning i tilfælde af sygdom mv. Dette er afspejlet i, at pensionsformuen er steget fra ca. 64 pct. af BNP i 1991 til ca. 200 pct. i 2015, *jf. figur til venstre*.

Denne tendens skal ikke mindst ses i lyset af en folkepension, der i dag kun tilgodeser en rimelig indkomstdækning for lavindkomstgrupper, og at arbejdsmarkedspensionerne dermed begrænser forsørgerbyrden for det offentlige.

De kollektive pensionsordninger giver danske opsparende, uanset opsparens størrelse, mulighed

for at få del i det afkast og den risikoafdækning, som professionelle investeringsforvaltere kan præstere. Dette giver besparelser for den enkelte opsparende, som slipper for betydelige gebyrer og et anseeligt tidsforbrug i forbindelse med skabelsen og vedligeholdelsen af en portefølje med en specifik risikoafdækning.

Den gode løsning på det demografiske pres

Den massive udvikling i indbetalinger til pensionskasserne skal også ses i lyset af, at den forventede levetid efter pensionsalderen er vokset med 4,2 år siden 1995, *jf. figur til højre*. Denne udvikling ville uden de øgede indbetalinger lægge et voldsomt pres på de offentlige finanser, såfremt man ønsker at bevare en stabil indkomst for befolkningen igennem livet.

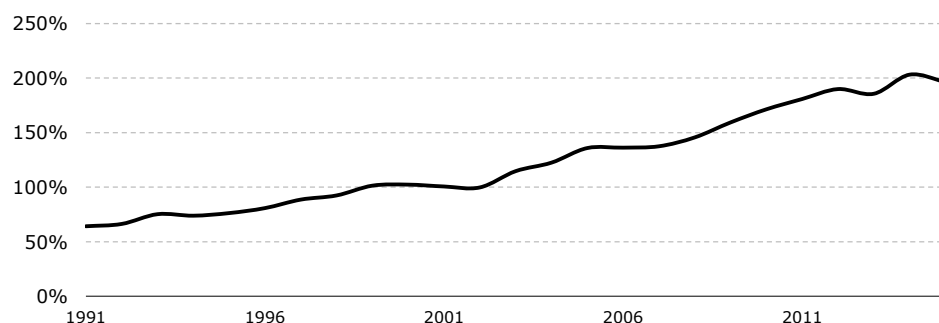
Afledt virkning: skabelse af professionelt investeringsmiljø

Pensionskasserne har været voksende fra 1990'erne og frem. Fx er antallet af ansatte i sektoren steget med ca. 4.200 personer siden 1995. I samme periode faldt beskæftigelsen i pengeinstitutterne med 7.200.

Denne udbygning har samtidig bidraget til udviklingen af et stærkt investeringsmiljø, da pensionskasserne i stigende grad ansætter in-house porteføljeforvaltere.

Pensionsformuen i forhold til BNP

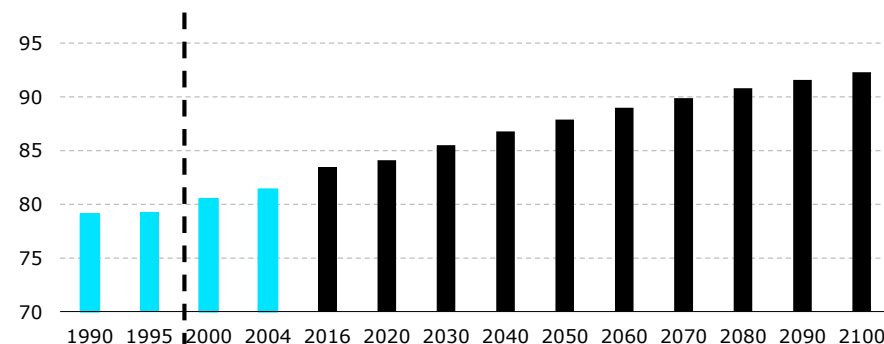
Pensions-formuen i forhold til BNP



Kilde: Danmark Statistik

Forventet levealder for 60-årige

Forventet levealder for 60 årige



Kilde: DREAM

2

DEN FINANSIELLE SEKTOR I HOVEDSTADSREGION

Strukturen i sektoren er under voldsom forandring

Moderat fald i beskæftigelse og en helt anden fordeling

Over de sidste 20 år har antallet af ansatte i finanssektoren som helhed ikke ændret sig voldsomt. Når vi ser på undersektorer, funktioner og uddannelser, er der dog sket meget:

Antal ansatte i pengeinstitutter er faldet med over 10 pct. hvorimod antal ansatte inden for realkredit, pension, samt øvrige finansielle tjenester alle er omtrent fordoblet. Sidstnævnte inkluderer bl.a. investerings-, venture- og fondsmæglerselskaber, samt forskellige former for hjælpetjenester (fx Nets, VP, IT-centraler og fund management selskaber).

Her er det specielt investerings- og venture-selskaberne samt hjælpetjenesterne, der er vokset meget.

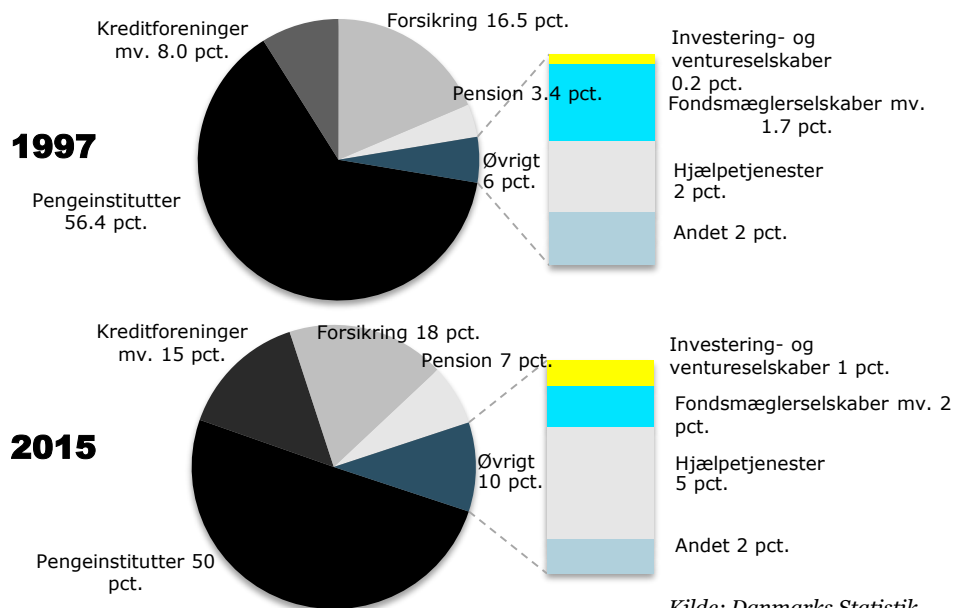
Digitalisering driver fald i ansatte

Faldet i antal ansatte i bankerne skyldes en generel effektivisering og digitalisering i sektoren, hvor mange funktioner er erstattet af digitale løsninger. Det ses fx på antallet af ansatte inden for kasseekspedition, der er faldet fra omkring 20.000 i 1997 til ca. 6.000 i dag.

Krav til uddannelsesniveau voksende

Digitaliseringen medfører også et fald i antal ansættelser med traditionelle korte bankuddannelser, mens systemudvikling, formueforvaltning mv. typisk kræver en lang videregående uddannelse. Det forklarer, sammen med det generelt øgede uddannelsesniveau, en markant forøgelse af uddannelsesniveauet i sektoren, hvor andelen uden universitetsuddannelse er faldet fra 85 pct. i 1997 til 56 pct. i 2015.

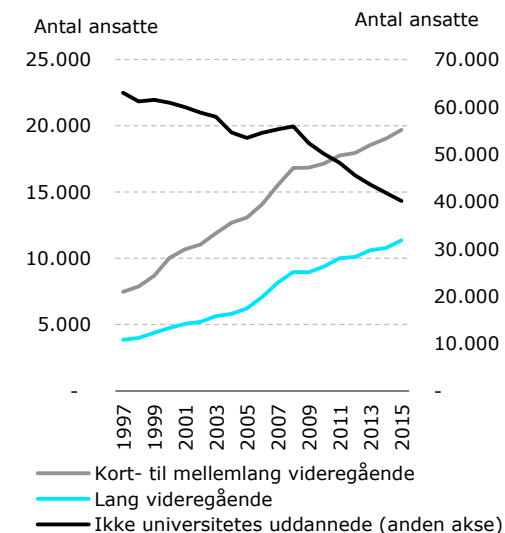
Ansatte fordelt på undersektorer 1997 ift. 2015



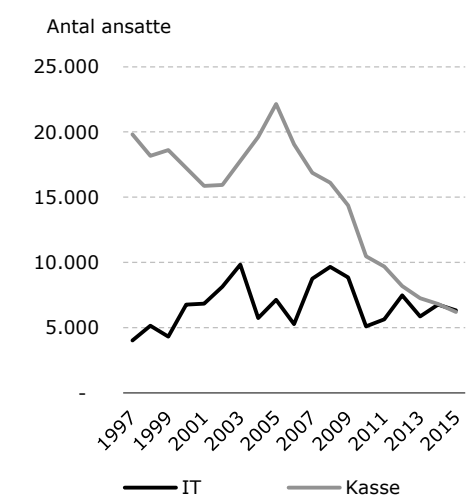
Kilde: Danmarks Statistik

Antal ansatte opdelt på uddannelsesniveauer og funktioner

Uddannelsesniveauer



Funktioner



Kilde: Danmarks Statistik

Den ændrede struktur har øget koncentrationen omkring hovedstaden

Generel konsolidering på større banker

Inden for de sidste 10 år er der sket en koncentration af banksektoren med både færre banker og færre filialer. I starten af 1990'erne var der godt 200 banker i Danmark og godt 2.500 filialer, *jf. figur til venstre*. Begge tal er i dag ca. det halve. Hvor de fem største pengeinstitutter i 1998 udgjorde ca. 80 pct. af sektorens samlede balance, udgør de i dag lige over 90 pct.

Noget af dette kan tilskrives finanskrisen, som specielt gik hårdt ud over de mindre og mellemstore banker. Yderligere har den stigende regulering og digitalisering siden krisen gjort stordriftsfordele større, og det har gjort den fysiske tilstedeværelse i nærmiljøet mindre vigtig. En tendens der med al sandsynlighed vil fortsætte.

Konsolidering omkring hovedstaden

Denne konsolidering betyder samtidig, at andelen af finansarbejdspladser i hovedstadsområdet er kraftigt stigende.

Denne koncentration omkring hovedstadsområdet er sket i flere ryk: Et ryk i starten af 1990'erne, hvorefter hovedstadens andel af arbejdspladserne har ligget rimeligt stabilt om 56 pct. frem til finanskrisen. Over de seneste år er dette tal steget til næsten 60 pct., *jf. midterste figur*.

Stigende uddannelsesniveau og højest i Hovedstadsområdet

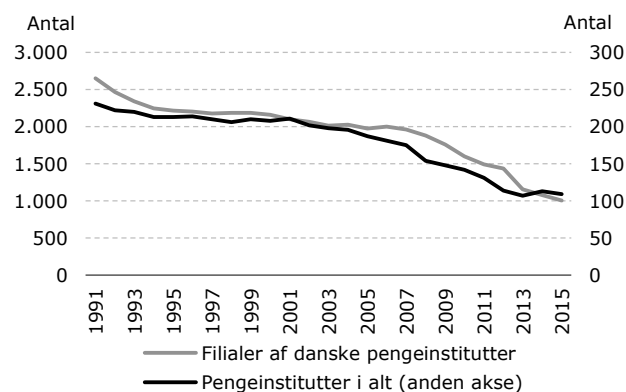
Andelen af beskæftigede i sektoren med en længere uddannelse er også vokset støttet over de sidste 20 år overalt i landet, *jf. figur til højre*.

Samtidig er andelen med en længere uddannelse systematisk mere end 10 procentpoint højere i hovedstadsregionen sammenlignet med resten af landet.

Det svarer til en samlet historie om at:

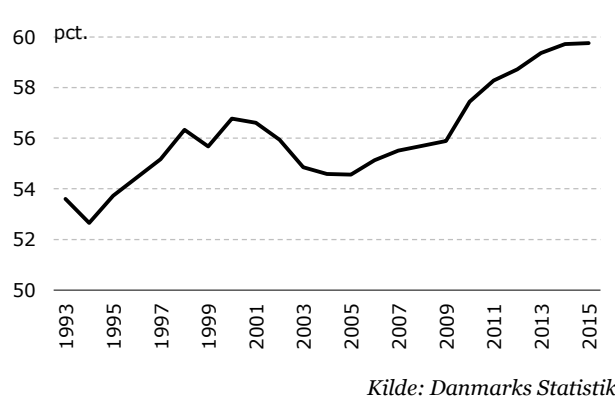
- jobs der kræver en kortere uddannelse bliver stadig færre i takt med digitaliseringen
- jobs med et højt krav til uddannelse koncentrerer i hovedstadsregionen

Antallet af filialer og banker faldet kraftigt

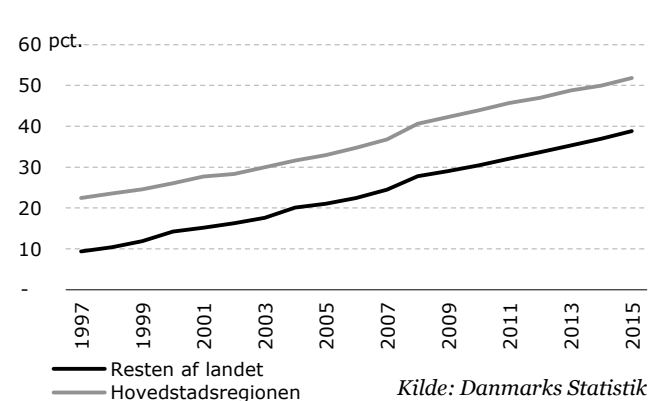


Kilde: FinansDanmark

Andel af ansatte i hovedstadsområdet



Andel med en længere uddannelse



Sektoren langt mere internationaliseret og arbejdspladser flytter både ud og ind i landet

Digitalisering øger flytbarhed også på tværs af grænser

Digitalisering i sammenhæng med den generelle internationalisering af sektoren har samtidig gjort aktiviteterne i produktionen af finansielle services langt mere flytbare i geografisk forstand, også på tværs af grænser.

Pointen er, at når man kan flytte aktiviteter væk fra filialstruktur over hele landet til IT og internetbaserede løsninger i København, så kan de også flyttes til Indien, Polen og de Baltiske lande. Det er, hvad den finansielle sektor har gjort globalt set over de seneste 10 år. Det skyldes ikke bare lavere lønninger, men også at en række af disse lande har arbejdskraft med skarpe IT-kompetencer. Således importerede den finansielle sektor i 2015 for ca. 3 mia. kr. – et tal, der har været stødt stigende siden

starten af 1990'erne, *jf. figur til venstre*. Vi forventer, at denne udvikling vil fortsætte, som beskrevet på næste slide.

Import og eksportandele er voksende

Den øgede internationalisering af den finansielle sektor har naturligvis også givet udslag i ikke-finansielle virksomheders brug af finansielle services på et globalt plan. Fx steg den danske import og eksport af finansielle tjenester med henholdsvis 60 pct. og 74 pct. fra 2005 til 2016, *jf. midterste figur*.

Internationalisering har også betydet at danske virksomheder i betydeligt omfang drager nytte af udenlandsk arbejdskraft, *jf. figur til højre*. De finansielle institutioner beskæftiger således et sted mellem 4 pct. og 7 pct. indvandrere, hvilket dog stadig er betydeligt under sammenlignelige sektorer

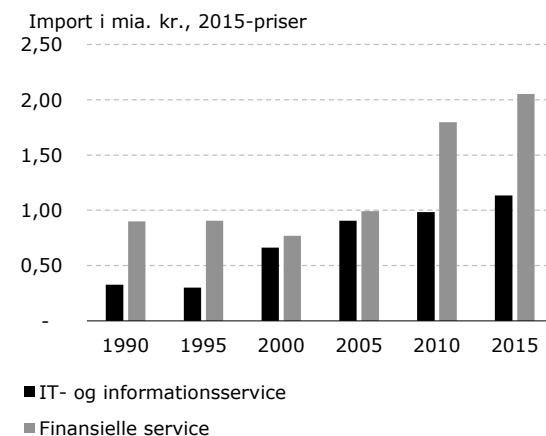
som medicinalindustrien, IT-konsulenter mv.

Mobilitet er godt hvis drevet af effektivisering

Så længe udflytningen af arbejdspladser skyldes sund international arbejdsdeling – hvor Danmark som et videnssamfund specialiserer sig omkring den øvre del af værdikæden – vil den også være gavnlig for Danmark. Det gælder ikke mindst når finansielle services bliver billigere at producere og dermed billigere for danske forbrugere og virksomheder.

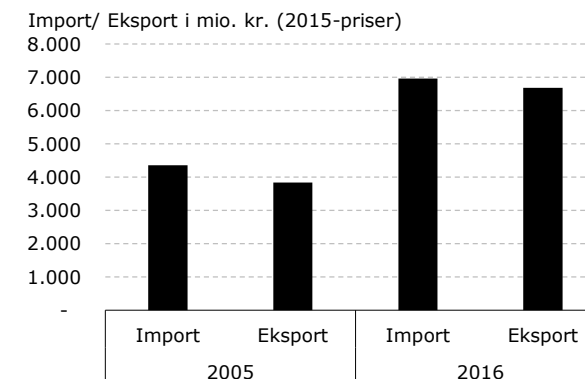
Det samme gælder dog ikke når udflytningerne sker pga. for høj beskatning eller dårlige rammevilkår i Danmark. Her mister Danmark arbejdspladser uden, at produktionen bliver bedre eller billigere.

Import af IT og finansielle service i den finansielle sektor



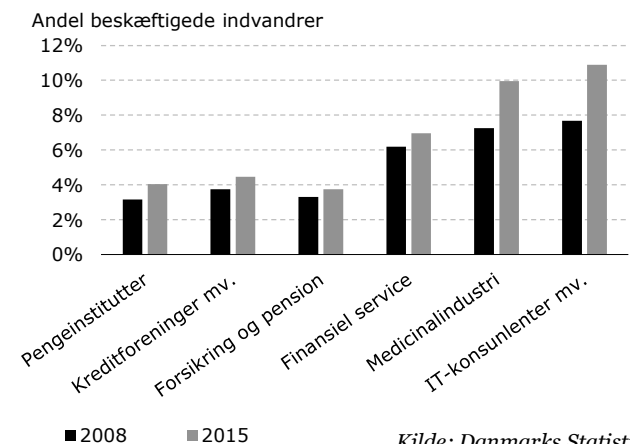
Kilde: Danmarks Statistik

Dansk import/eksport af finansielle services og forsikringstjenester



Kilde: Danmark Statistik

Andel indvandrere af beskæftigede i den finansielle sektor



Kilde: Danmarks Statistik

Finansielle sektor i stigende grad konkurrenceudsat

Den stigende internationalisering

Jobs i den finansielle sektor i Danmark – og særligt i hovedstaden – er i stigende grad udsat for international konkurrence.

Det gælder dels indenfor sektoren, hvor jobs i stigende grad flyttes til lande med lavere lønomkostninger. Specielt de største banker har flyttet en del jobs til Indien og de baltiske lande igennem de senere år.

Endvidere har der været en stigende international konkurrence på markedet for finansielle ydelser. Derved risikerer indenlandske banker at blive udkonkurreret af udenlandske banker. Indtil videre er denne konkurrence primært sket på erhvervssiden, hvor store danske virksomheder i stigende grad køber finansielle services i udlandet.

Hvor meget taler vi om?

Der er tale om et sammenspil mellem konkurrenceudsættelse af job internt i danske finansielle virksomheder og international konkurrence imellem finansielle virksomheder. Det er kompliceret præcist at bestemme omfanget af konkurrenceudsættelsen. Nedenfor har vi foretaget et skøn på baggrund af registerdata for funktionsopdelte ansættelser i finanssektoren fra Danmark Statistik.

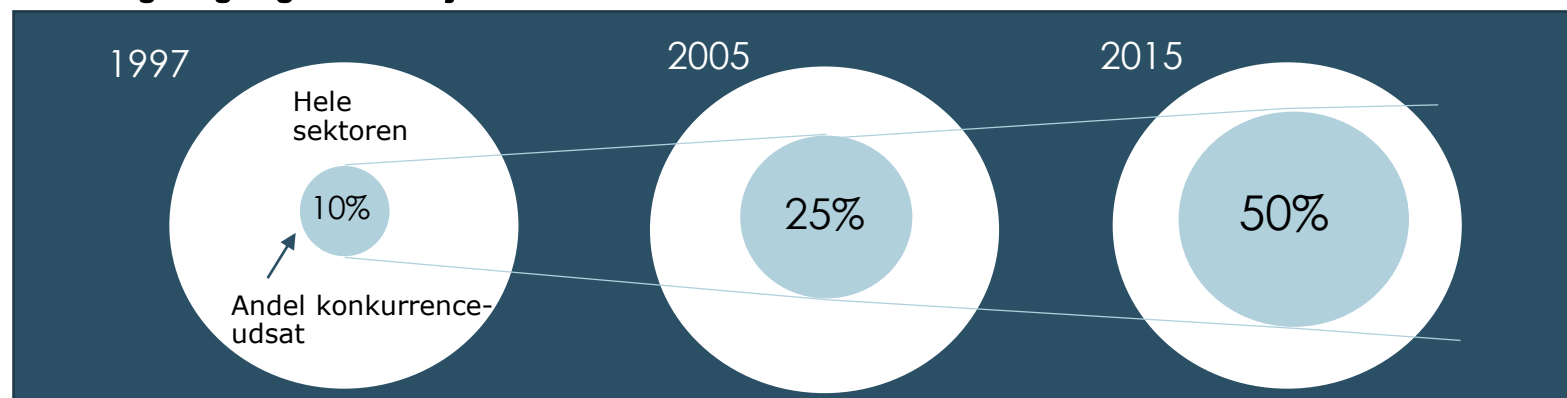
Vi skønner, at omkring 10 pct. af beskæftigelsen i finanssektoren var konkurrenceudsat for 20 år siden, 25 pct. for 10 år siden og op imod 50 pct. i dag.

Fremadrettet øges fortsat konkurrenceudsættelsen fortsat da den fysiske placering af, hvor finansielle services blive produceret og efterspurgt i stigende grad afkobles. Sektoren vil således ikke have samme begrænsninger ift. transporttid som fx industrivarer.

En udfordring og en mulighed

Det er både en udfordring og en enorm mulighed for den danske finanssektor. Hvis sektoren kan finde nogle områder, hvor den er/kommer i international top, har vi et stort eksportpotentiale. Omvendt risikerer den danske finanssektor – ikke mindst i kraft af landets størrelse – at mange services kan produceres mere effektivt og med højere ekspertise i andre lande.

En kraftigt stigning i andel af jobs i den finansielle sektor er konkurrenceudsatte



*Note: Beregningerne er baseret på registrerede data for arbejdsfunktioner i finanssektoren, hvor hver type funktioner er antaget at have en hvis grad af international konkurrence-udsættelse
Kilde: Registerdata fra DST og egne beregninger*

3

STYRKEPOSITIONER I INTERNATIONALT PERSPEKTIV

Det erhvervsmæssige potentiale i et internationalt perspektiv

En international benchmark analyse inden for specifikke finansielle områder

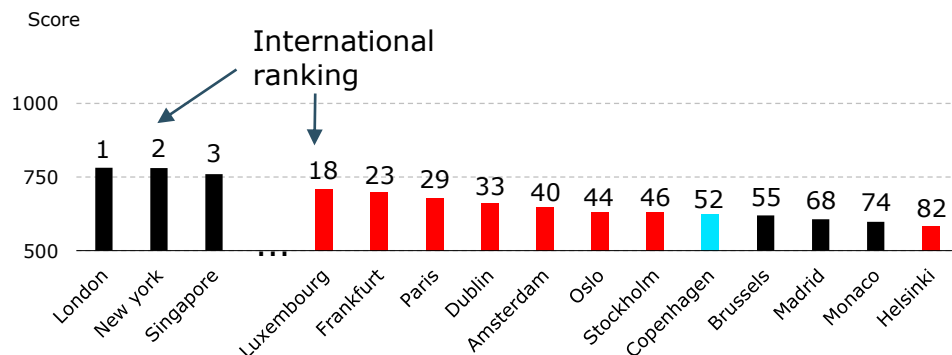
København er internationalt set en mindre spiller på de fleste områder inden for finans. På Global Financial Centres Index lå København nr. 52 over de mest betydningsfulde finansielle centre i verden, efter sammenlignelige byer som Stockholm, Oslo og Amsterdam, *jf. figur nedenfor*.

Der er dog enkelte områder, hvor Danmark står særlig stærkt og har opbygget international anerkendelse. Det bør udnyttes, og der er særlige omstændigheder, som internationaliseringen af Europas finanssektor og Brexit, der giver gode muligheder netop nu, *jf. boksen*.

Tilsvarende er der visse vitale områder inden for finanssektoren, hvor svage markedsstrukturer har direkte negative effekter på resten af økonomien.

I det følgende foretager vi en benchmark-analyse af København som finansielt centrum inden for visse områder. Her vil vi sammenligne med de nordiske naboer; *Stockholm, Oslo og Helsinki* og andre sammenlignelige byer i Europa: *Frankfurt, Amsterdam, Paris, Luxemburg, og Dublin*.

Københavns betydning som finansielt center er et stykke fra sammenlignelige byer



Note: Indekset inkorporerer en række forhold, såsom finansiell infrastruktur, human kapital og internationalt ry.

Kilde: Global Financial Centre Index 21

BREXIT GIVER MULIGHEDER



Som følge af Brexit er der i de kommende år mulighed for at tiltrække finansielle virksomheder, som ønsker fortsat at være placeret inden for EU's grænser. Alle finansielle virksomheder, der opererer inden for EU, har såkaldte "passporting rights". Det betyder, at de må udbyde deres finansielle ydelser til andre europæiske kunder på lige vilkår med nationale virksomheder.

Det tyder på, at Storbritannien ikke vil beholde disse "passporting rights", da de til en vis grad er knyttet til arbejdskraftens fri bevægelighed i EU. Hermed kan der være behov for, at en række finansielle virksomheder i London får et hovedsæde inden for EU. City of London vil offensivt gå efter en aftale om institutionaliseret ækvivalensregime, som gør det muligt at fastholde betydelige EU rettede aktiviteter i Storbritannien, men visse områder vil blive svækket nok mest på Euro-clearing.

Det erhvervsmæssige potentiale i et internationalt perspektiv

Den danske pensionssektor er blandt de største i Verden

Den danske pensionssektor er den største i Verden

I pensionssektoren er der godt 200 pct. af BNP under forvaltning, svarende til ca. 4 gange OECD gennemsnittet. De næsthøjeste lande ligger i spændet 133-178 pct., jf. figur til venstre. Selv i absolutte niveauer er Danmark kun overgået af Holland, og ligger betydeligt over de andre benchmark-lande. Over de seneste år er pensionssektoren konsolideret mere og mere på relativt få store pensionskasser, og ift. andre lande er de forvaltet fra et meget lille geografisk område, nemlig København.

Overgangen til markeds-renteprodukter har været afgørende

I de seneste ti år er man i pensionssektoren gået over til såkaldte markedsrenteprodukter (se midterste figur). Siden 2007 er andelen af

markedsrenteprodukter steget fra 10 pct. til 53 pct. i 2015. Dette er sket til fordel for de såkaldte gennemsnitsrente-/rentegarantiprodukter, hvis andel er faldet tilsvarende. Denne udvikling understøtter en mere stabil pensionssektor, og er med til at sikre den finansielle stabilitet fremadrettet.

For at opnå et højere forventet nettoafkast har pensionskasser i stigende grad omlagt porteføljerne fra at indeholde mange obligationer i starten af 00'erne, til i dag at indeholde en stor andel alternative investeringer, ejendomsinvesteringer og såkaldte unit-linked produkter. Det har betydet, at ressourceindsatsen per investeret krone stiger, fordi pensionsindskyderne bliver mere fokuseret på maksimering af deres afkast.

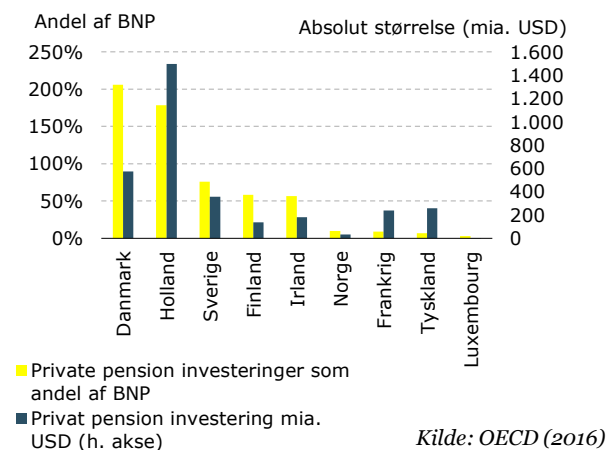
Opdyrker styrkepositioner

I dag har pensionskasserne selv mange

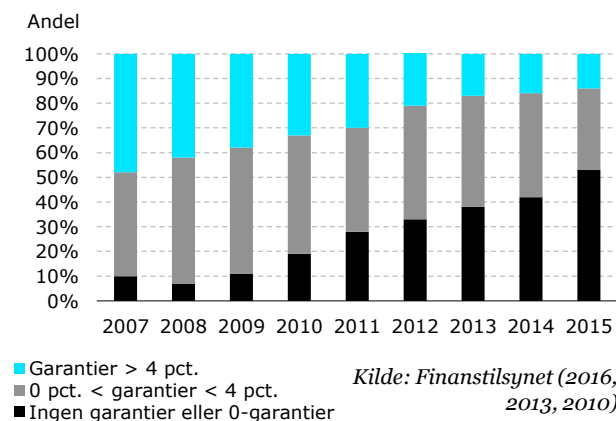
porteføljeforvaltere siddende in-house, hvilket har styrket kompetenceklyngen inden for kapitalforvaltning. Videre har det opdyrket nogle specielle områder i investeringsstrategierne:

1. Inden for aktivt ejerskab og Environmental, Social and Corporate Governance (ESG) er Danmark relativt langt fremme ift. udlandet. For 10 år siden havde stort set ingen pensionskasser ansatte inden for ESG.
2. Alternative investeringer i ejendomme, infrastruktur og landbrug er også nogle områder, der er blevet opdyrket igennem danske pensionskasser. Det gælder fx investeringsfonde som Copenhagen Infrastructure Partners med en stadig bredere og også international investorkreds.

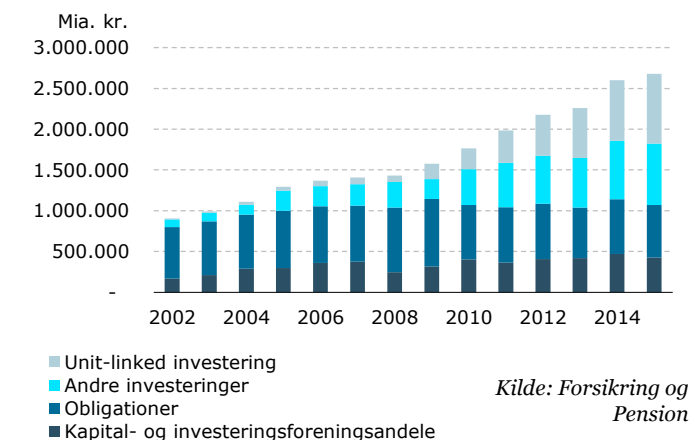
Private pensionsinvesteringer i 2015



Livsforsikringshensættelser fordelt på garantier



Danske pensionskassers aktive allokering



Det erhvervsmæssige potentiale i et internationalt perspektiv

De store pensionsformuer understøtter en stor kapitalforvaltningssektor

Dansk kapitalforvaltning blandt Europas bedste

De store summer under forvaltning i de danske pensionskasser har bidraget til at opbygge stærke kompetencer indenfor kapitalforvaltning. I løbet af 1990'erne begyndte danske pensionskasser i stigende grad at få deres formuer forvaltet af udenlandske kapitalforvaltere. Det betød, at danske kapitalforvaltere skulle være blandt de bedste internationalt, hvis de fortsat skulle forvalte dele af de danske pensionsformuer. Hermed har de store pensionskasser været med til at skærpe konkurrencen for danske kapitalforvaltere, hvilket samtidig har betydet, at det løbende er blevet muligt at tiltrække internationale investorer.

I dag har Danmark en forholdsvis stor kapitalforvaltningssektor. En opgørelse foretaget af Investeringsfondsbranchen viste, at i 2016 havde udenlandske investorer ca. 1100 mia. kr. under dansk forvaltning alene hos de største danske kapitalforvaltere. Det svarer til ca. 40 pct. af den samlede formue under forvaltning. Målt i forhold til BNP ligger danske kapitalforvaltere på niveau med det europæiske gennemsnit, men over lande som Tyskland og Belgien, *jf. figur.*

Den betydelige "eksport" af kapitalforvaltning er en naturlig følge af, at danske investeringsfonde er blandt de bedste i Europa. Ifølge den amerikanske analysevirksomhed Morningstar har danske kapitalforvaltere siden 2002 ligget i top tre over de bedste performende i Europa. Fx

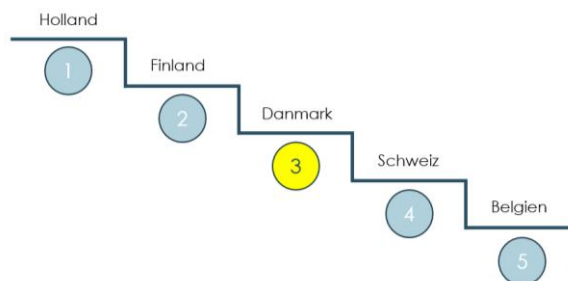
låg Danmark på en 3. plads i 2016, *jf. figur.*

Danske kapitalforvaltere er internationalt orienteret

Historisk set har danske kapitalforvaltere haft en fordel indenfor fixed income. Dels har det tidligere været meget efterspurgt fra pensionskasserne, da fixed income passer godt til produkter med garanteret afkast. Dels har det store danske realkreditmarked gjort, at danske kapitalforvaltere har haft en detail-viden indenfor området, de kunne drage fordel af.

Danske kapitalforvaltere er i dag meget internationalt orienteret. De har stadig en fordel blandt produkter, som baseres på realkredit, men derudover er der ingen begrænsninger for hvilke aktivklasser, de investerer i. Fx, i 2016 udgjorde danske aktier ca. 11 pct. af den samlede aktieportefølje for danske investeringsfonde.

Rangering af europæiske fonde efter domicil, 2016

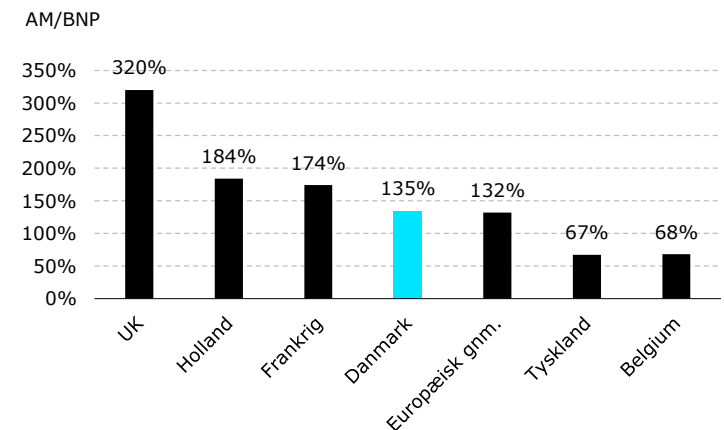


Note: Rangeringen er lavet på baggrund af et simpelt gennemsnit af overall rating for hvert land
Kilde: Morningstar

BEGYNDENDE HUB-EFFEKTER

- Nordea og Danske Bank har valgt at placere en stor del af deres kapitalforvaltning i København. Hermed er der opstået en pool af mulige ansatte at rekruttere fra, hvilket kan være med til at tiltrække nye virksomheder.
- Samtidig muliggør det, at nogen kapitalforvaltere bryder ud og starter deres egen virksomhed, hvilket yderligere styrker netværket.
- Den danske arbejdskultur, med et fladt hierarki, nævnes også af flere kapitalforvaltere som en styrke. Det er særligt vigtigt indenfor kapitalforvaltning, at medarbejdere tør udfordre både hinanden, men også ledelsen.

Formue under forvaltning i forhold til BNP



Note: Data er fra 2015
Kilde: EFAMA (2016): "Asset Management in Europe"

Det erhvervsmæssige potentiale i et internationalt perspektiv

Realkreditsystemet er i verdensklasse, dog uden meget eksportpotentiale

Det danske realkreditsystem leverer den billigste boligfinansiering i Europa

Låneomkostningerne (renten inklusiv gebyrer) på boliglån med rentebinding på 1 år eller mellem 1 og 5 år er i Danmark den laveste i Europa, se figur.

Det er hovedsageligt lave bidragssatser (effektiviteten i systemet), som er årsagen til prisforskellene. Obligationsrenterne er kun marginalt lavere i Danmark i forhold til sammenlignelige lande fx Sverige, Tyskland og Frankrig. Den billigere boligfinansiering i Danmark skyldes ikke, at risikoen på obligationerne er mindre. Belåningsgraden i Danmark er 80 pct. mens den i Sverige og Tyskland er hhv. 75 pct. og 60 pct.

Succesen har givet stærke kompetencer indenfor fixed income

Det danske realkreditobligationsmarked er blandt de største i verden – både i absolutte termer og ift. BNP, se figur. I 2015 udgjorde det danske realkreditmarked 15 pct. af det samlede europæiske marked for obligationer med sikkerhed, svarende til ca. 375 mia. euro – i størrelse kun overgået af Tyskland hvis marked udgjorde ca. EUR 400 mia. euro.

Det danske realkreditobligationsmarked er også blandt de mest likvide, fx holdt de fem største danske banker realkreditobligationer for ca. 130 mia. kr. i 2015 med henblik på 'market making'.

Den danske realkreditmodel giver også udfordringer

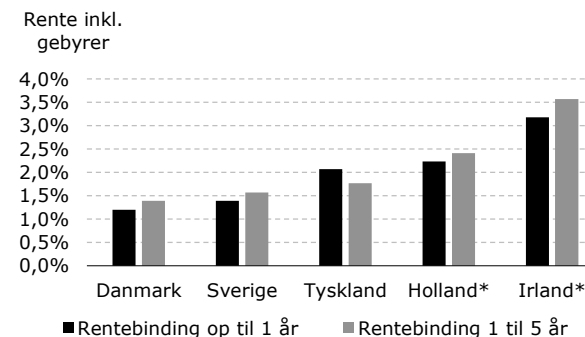
Paradoksalt nok gør det effektive realkreditsystem også, at det er svært at starte kapitalmarkeder til mere risikofyldte investeringer i Danmark. Det gælder ikke mindst virksomhedsobligationer til mindre virksomheder, hvor danske virksomheder kun benytter denne form for finansiering, når de ikke har fast ejendomme eller andet som pant.

NY REGULERING PRESSER REALKREDITSYSTEMET

Siden finanskrisen er der indført omfattende ny finansiel regulering med betydelige konsekvenser for realkreditinstitutterne: Nye likviditetskrav (LCR og NFR), nye krav til bail-in-able gæld (MREL og TLAC) samt truslen om kapitalgulve i "Basel IV".

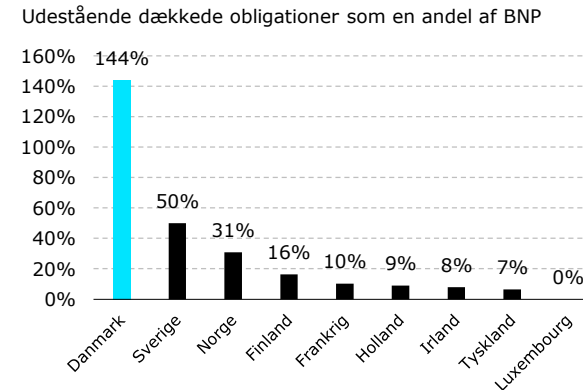
Den nye regulering bevirker, at realkreditinstitutternes finansieringsomkostninger stiger, hvilket allerede har givet udslag i stigende gebyrer. Dertil kommer en række tiltag, som påvirker realkreditmarkedet direkte, mest bemærkelsesværdigt, den kommende MiFID II lovgivning, som potentielt kan mindske likviditeten i realkreditobligationerne betydeligt.

Priserne på boligfinansiering



Bemærk: Tallene er fra 3. kvartal 2016. * tal fra 2. kvartal 2016
Kilde: European Mortgage Federation (2016)

Størrelsen af realkreditobligationsmarkedet



Kilde: ECBC (2016)

Det erhvervsmæssige potentiale i et internationalt perspektiv

Store danske virksomheder har god adgang til finansiering

Det danske aktiemarked

Det danske large-cap marked er stærkt og har et internationalt godt ry. Det ses især på den daglige omsætning for de helt store virksomheder i København, der er højere end både de nordiske naboer og andre byer som Frankfurt og Paris, *jf. nederste figur til højre*.

Det danske børsnoteringsmarked

Den høje investorinteresse for large-cap, har en klar afsmittende effekt på børsnoteringsmarkedet. Set ift. de byer vi benchmarker imod har København den suverænt højeste gennemsnitlige kapitaludstedelse pr. børsnotering, *jf. figur øverst til højre*.

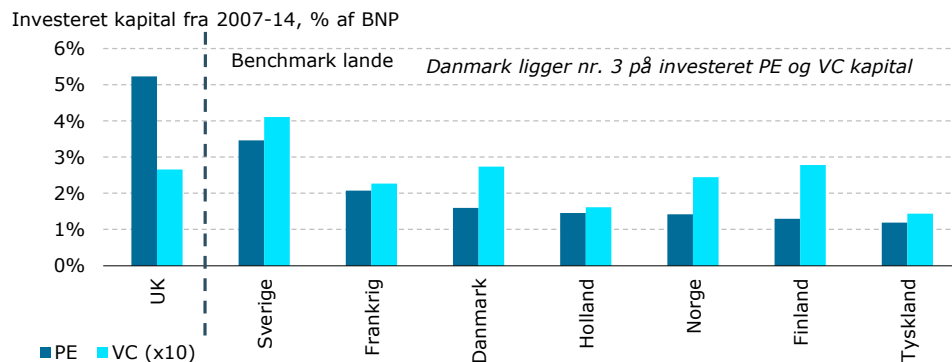
Den meget høje gennemsnitlige

kapitaludstedelse pr. notering illustrerer dog samtidig problemerne med at skaffe finansiering til mindre virksomheder (se næste slide).

PE og VC

På Private Equity og venture kapital er Danmark nogenlunde med som nr. 3 ud af benchmark-landene målt på investeret kapital pr. BNP, *jf. nederste figur til venstre*. Det skyldes dog nogle enkelte store fonde i Danmark – Lundbeck-fonden og Novo Nordisk-fonden. Derudover burde Danmark også have gode forudsætninger i kraft af pensionskassernes store fokus på alternative investeringer.

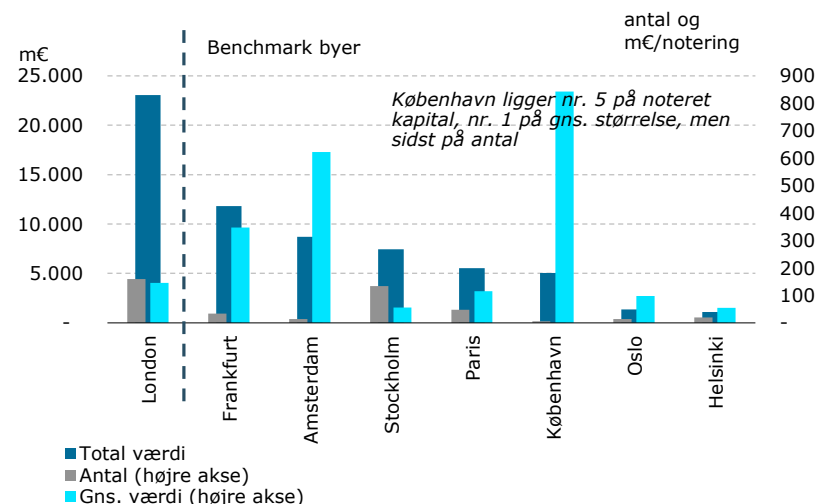
PE og VE markederne 2007-2014



Note: Børserne London Stock Exchange, Deutsche Börse, Euronext Amsterdam, Nasdaq Stockholm, Euronext Paris, Nasdaq Copenhagen, Oslo Børs, Nasdaq Helsinki. Kilde: PwC, Nordea og Nasdaq

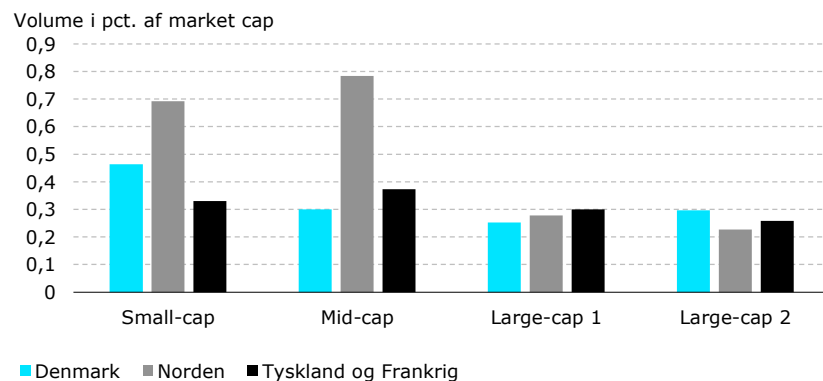
Kilde: EVCA

IPO 2015-16: Få, men store noteringer i Danmark



Kilde: Yahoo aktiemarkedsdata

Markedsomsætning for danske large-cap aktier er på niveau med sammenligningslande



Kilde: Yahoo aktiemarkedsdata

Det erhvervsmæssige potentiale i et internationalt perspektiv

Mindre virksomheder har problemer med at skaffe egenkapital

I modsætning til de store virksomheder, har små og mellemstore virksomheder i Danmark udfordringer med at skaffe finansiering. Det skyldes til dels, at de store og effektiviserede pensionskasser dominerer investorlandskabet, for hvilke small- og mid-cap investeringer historisk set har været mindre attraktivt ud fra et omkostningsperspektiv.

Det står i kontrast til det svenske marked, der har langt flere små specialiserede pensionskasser, family offices og fonde, der i højere grad investerer i mindre virksomheder.

Generelt er Sverige langt foran i finansiering af virksomheder med risikovillig kapital, *jf. nederste figur*. Risikovillig kapital er især vigtig for små- og mellemstore virksomheder, der kan have problemer med at skaffe bankfinansiering grundet højere risiko. Specielt, crowdfunding-markedet – som er en ny FinTech-baseret finansieringsform, der særligt egner sig til de helt små virksomheder – er ca. 10 større i Sverige end i Danmark, *jf. nederste figur*. Figuren viser det relative størrelse af de svenske markeder i forhold til Danmark korregeret for BNP og målt på antallet af handler med forskellig finansieringsformer med en transaktionsværdi på mindre end 700 mDKK i perioden 2014-2016.

Næsten ingen små børsnoteringer

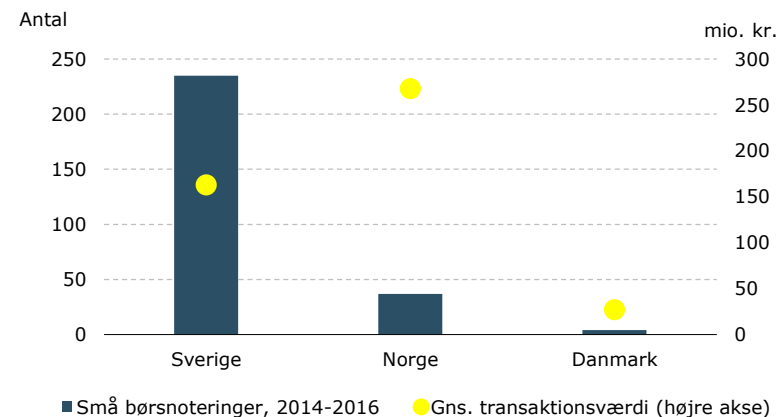
Børsnoteringer er en kilde til finansiering, der stort set ikke eksisterer på det danske markedet for små og mellemstore virksomheder (SMV), *jf. øverste figur*.

Omvendt er flere små danske virksomheder blevet børsnoteret i både Sverige og Norge igennem de senere år. Det gælder fx Photocat, Ivisys, Hugo Games og Nuevolution.

Det faktum, at mindre virksomheder går til udlandet for at blive børsnoteret er ikke blot import af finansielle services – det medfører en risiko for, at virksomheder helt forlader Danmark grundet dårlige muligheder for finansiering.

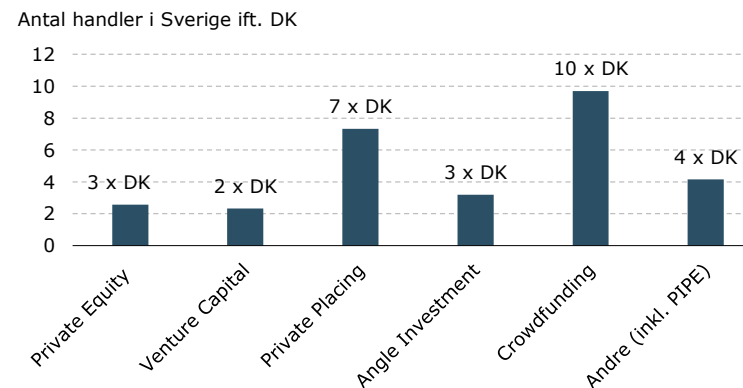
Det behøver ikke nødvendigvis at være ambitionsniveauet for det danske børsnoteringsmarked at komme op på svensk niveau, men det er vigtigt for dansk økonomi, at have et effektivt kapitalmarked til alle typer virksomheder: Det er de små virksomheder i dag, der skal blive de nye store virksomheder om 10-20 år.

Få små børsnoteringer i Danmark



Note: En lille børsnotering er defineret som værende på under 700 mio. kr.
Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

Sverige slår Danmark med banelængder på egenkapitalmarkeder for SMV



Note: Korregeret for BNP
Kilde: Bureau van Dijk, Oslo børs, Nasdaq, NGM, FESE database og Copenhagen Economics

Det erhvervsmæssige potentiale i et internationalt perspektiv

Danmark har en række industrielt betingede potentielle styrkepositioner, men udnyttes de godt nok?

Når vi ser på sektorfordelingen af danske børsnoterede virksomheder, samt VC og PE finansierede virksomheder, så er der en overvægt inden for life science og ITC *jf figur i midten*.

De kapitalintensive brancher, Life Science og ITC, fylder også meget i dansk økonomi, sammenlignet med Sverige, og i særdeleshed Holland, Tyskland og Norge, *se figur øverst til højre*.

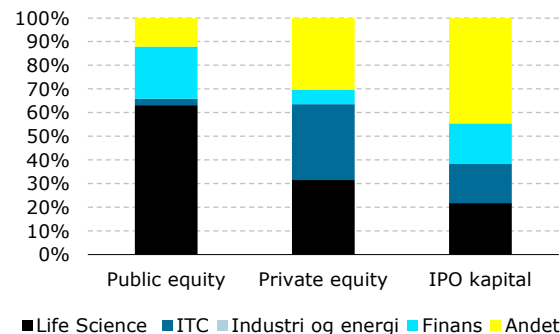
På globalt plan rejser netop disse sektorer ofte kapital ved IPOs. Således udgjorde Life Science og ITC IPOs 57 pct. af den samlede antal IPOs i USA i 2016, *se figur nederst til højre*.

Der er dog ikke mange af nye danske virksomheder inden for disse industrier, der ender med at blive børsnoteret i Danmark. Siden 2010 er 10 mindre-mellemstore danske virksomheder blev børsnoteret inden for life science; kun tre af dem er børsnoteret i Danmark. De resterende syv er børsnoteret i USA, Stockholm og Oslo. Inden for IT er samtlige børsnoteringer foretaget i Oslo.

Det gør det lave danske niveau for IPO i segmentet af små- og mellemstore virksomheder endnu mere bemærkelsesværdigt. Danmark har en industristruktur, der tilsiger mange IPOer relativt til andre lande, men vi har en ret mådelig performance.

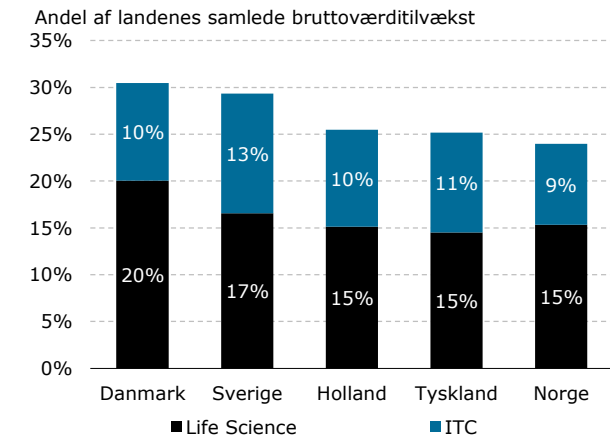
Der ligger derfor et vækstpotentiale her. Det vil sige et finansielt økosystem, som bliver skarpere på at kunne levere kapital og rådgivning til fx nye life science virksomheder. Det kan tilsvarende føre til at flere af disse virksomheder placerer og fastholder deres udviklings- og produktionsaktiviteter i Danmark. Det vil føre til flere højproduktive jobs og øget højværdieksport.

Sektorfordeling for forskellige kapitalmarkeder



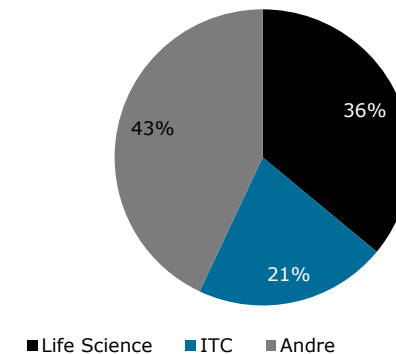
Note: Private equity inkluderer både PE og VC investeringer i Danmark siden 2007. IPO kapital inkluderer børsnoteret kapital siden 1998.
Kilde: Nasdaq og EVCA

Kapitalintensive brancher fylder meget i dansk økonomi



Note: Der bruges data fra 2014 da Eurostat data er ufuldstændigt for 2015 og 2016.
Kilde: Eurostat. Dataset: National Accounts

Life Science og ITC står for mere end halvdelen af alle IPOs i USA



Anm.: Andel er målt på antallet af IPOs inden for hver sektor i 2016.
Kilde: EY (2016) Global IPO trends.

Det erhvervsmæssige potentiale i et internationalt perspektiv

Betalingsløsninger er relativt langt fremme i Danmark ift. andre lande

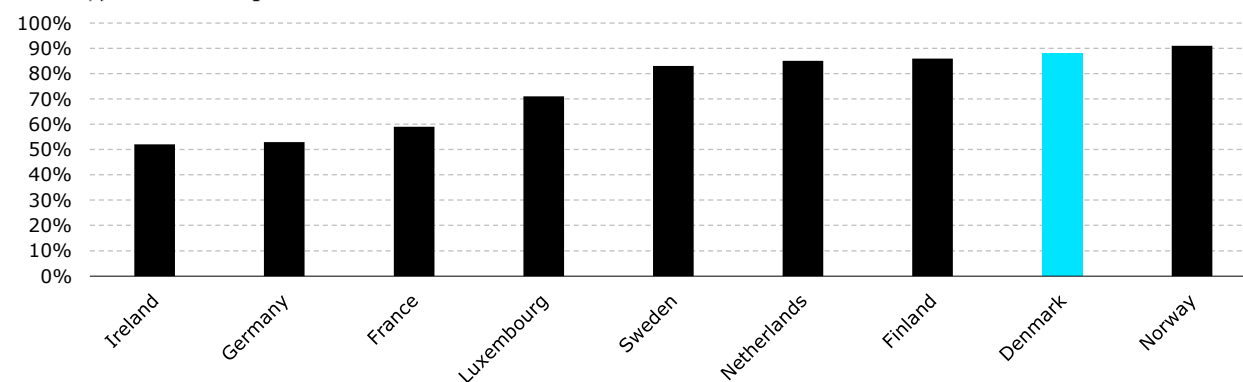
Danskernes brug af netbank løsninger er helt i top

I Danmark er ca. 88 pct. brugere af netbank – i Europa er det kun overgået af Norge, jf. figur. De nordiske lande ligger generelt højt sammenlignet med EU gennemsnittet på 49 pct.

Det er ikke kun i brugen af netbank, hvor Danmark udmærker sig. Den massive udvikling af nye betalingsformidlingstjenester og brugen heraf har også bevirket, at Danmark indtager en førsteplads i TEH-A's Cashless Society Index (CSI) – jf. figur nedenfor. Danmark har, sammen med de andre nordiske lande, med andre ord en styrkeposition inden for digitale betalingsløsninger. Der er set en vis grad af eksport på dette område. Den Danske Værdipapircentral og Fondsbørsen er fx også førende i Verden, hvilket var en af årsagerne til, at Nasdaq i 2007 opkøbte den danske Fondsbørs. Handelsplatformen står i dag bag 7 ud af 10 børser i Verden. København har mulighed for at lave tilsvarende eksport på andre områder, som beskrevet på næste slide.

Andel af befolkning som benyttede sig af netbank i 2016

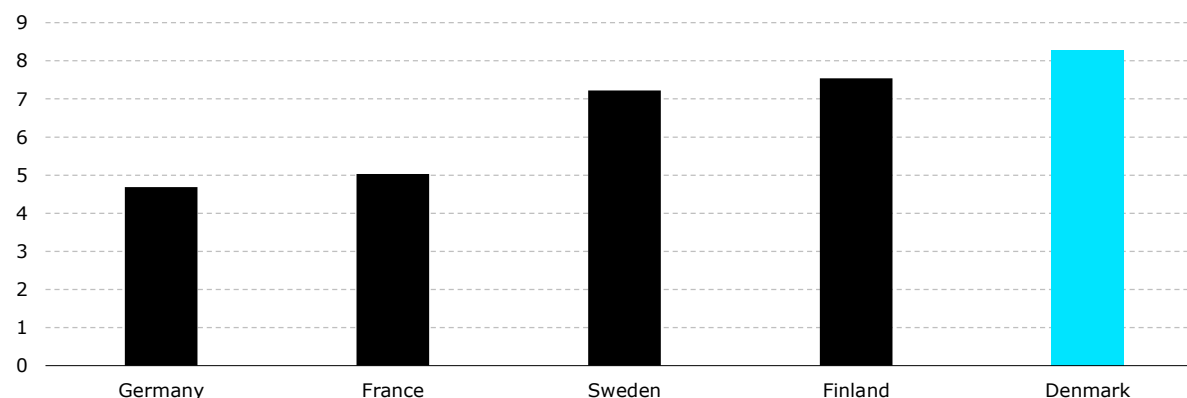
Netbank, pct. af befolkning 16-74 år



Kilde: Eurostat

TEH-E Cashless Society Index (CSI)

Index



Bemærk: progressiv skala fra min=1 til max=10

Kilde: Ambrosetti (2016)

FinTech kan udgøre en kommende revolution af sektoren og København har et klart potentiale

Den finansielle sektor står overfor en digital revolution

Strukturerne i den finansielle sektor er i hastig forandring. FinTech-sektoren, ofte under ledelse af start-ups, udfordrer den etablerede sektor med digitale løsninger indenfor næsten alle områder. Det er alt lige fra betalingsformidling, equity finance, låneaktiviteter, handelsplatforme, etc.

FinTech er en sammentrækning af ”finansiel teknologi” og er som sådan ikke noget nyt fænomen, fx er ATM, kreditkort og netbank alle digitale innovationer indenfor den finansielle sektor. Dog er to forhold ændret de senere år:

1. Hastigheden, hvormed disse nye digitale innovationer bliver udviklet, er steget drastisk.
2. Udviklingen er ledt af start-ups med baggrund indenfor Tech og med ingen eller mindre tilknytning til den finansielle sektor.

FinTech konkurrence-udsætter finanssektoren

Det digitale udgangspunkt betyder, at den fysiske placering for kunden og det sted, hvor servicen er produceret, er afkoblet. Fx kan kunden være i Danmark, serveren, der udbyder servicen, kan være placeret i Finland, mens selve platformen kan være udviklet i London. Den manglende betydning af den fysiske placering betyder, at stort set hele den finansielle sektor vil blive udsat for international konkurrence de kommende år. Hermed er en stærk FinTech-sektor afgørende for den generelle konkurrencedygtighed for hele den finansielle sektor.

Skal danske finansielle institutioner fortsat være konkurrencedygtige overfor internationale aktører, er det vigtigt, at de har en underskov af FinTech-

innovatører, der kan drive udviklingen – enten inden for de etablerede virksomheder selv eller som selvstændige start-ups. Den finansielle sektor vil ændre sig – spørgsmålet er blot, om en del af disse digitale innovationer vil komme fra København.

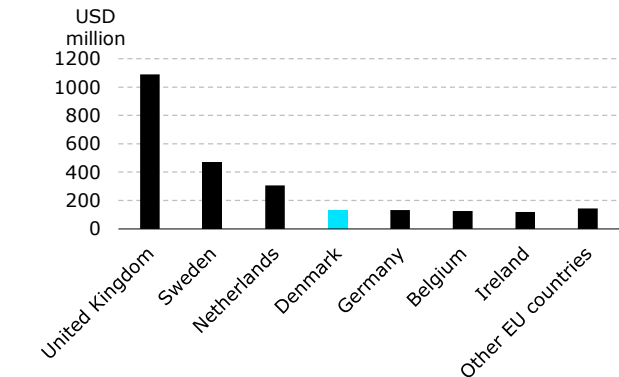
Som beskrevet tidligere har den danske finansielle sektor oplevet en del outsourcing de senere år, ofte af mere manuelt krævende opgaver. I stedet kan disse processer automatiseres via FinTech, hvilket i et vist omfang vil overflødiggøre denne outsourcing.

Stort potentiale for FinTech

Flere faktorer gør, at København har et pænt potentiale for at udvikle sig til en hub for FinTech. Fx i en nylig rapport fra EU-kommissionen er Danmark vurderet til at være det mest konkurrencedygtige land i EU indenfor IT, *se nederste figur*. Samtidig er dele af den finansielle sektor åben og samarbejdsvillig i forhold til FinTech-sektoren. Det er både i form af direkte investeringer i FinTech-startups, men også samarbejde mht. data og generelt know-how. Dette er afgørende for dansk FinTech succes, da iværksætterne, som nævnt, ofte har udgangspunkt i andre sektorer.

Det forholdsvis gunstige udgangspunkt har også betydet, at Danmark, i internationalt perspektiv, hidtil har kunnet tiltrække betydelige investeringer i FinTech. Dog er sektoren stadig meget ny, og de kommende år vil være afgørende for, om det bliver muligt at skabe en stærk FinTech-sektor i København. Udviklingen er dog hindret af mangel på klare retningslinjer fra de regulatoriske myndigheder, og skal udviklingen fortsætte er dette et afgørende punkt, som beskrevet i kapital 4.

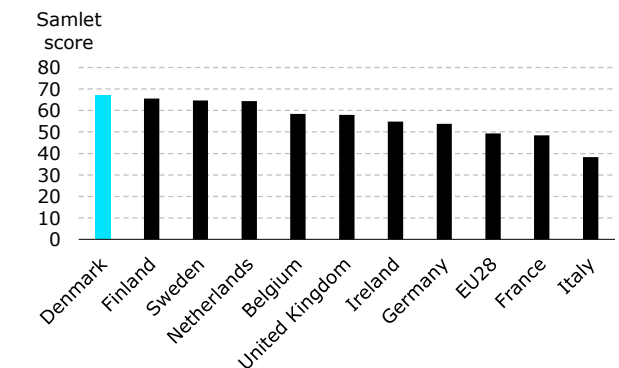
Investeringer i FinTech i EU, 2004-2014



Note: Der er betydelig usikkerhed forbundet med opgørelsen, blandt andet som følge af, at definitionen af FinTech ikke er konsistent mellem lande.

Source: Data from Stockholm School of Economics

Danmark er EU's mest IT-konkurrencedygtige land



Note: Opgørelsen er fra 2016 og er sammensat af Connectivity, Human Capital, Use of Internet, Integration of Digital Technology og Digital Public Services.

Source: EU-kommissionens Digital Economy and Society Index

4

HOVEDSTADSREGIONEN ER ATTRAKTIV
FOR FINANSIELLE VIRKSOMHEDER

København har meget at tilbyde internationale virksomheder

I et internationalt perspektiv er København et billigt sted at drive virksomhed, og er i stigende grad internationaliseret. Samtidig er der et højt uddannelsesniveau i byen og generelt høj livskvalitet. Det har stor betydning for virksomhedernes muligheder for at skaffe kvalificeret arbejdskraft.

Livskvalitet i top

København scorer gentagne gange højt i diverse rankings af livskvalitet. Det gælder fx Monocle's Quality of Life Index, hvor København flere gange er blevet kåret som mest livable city i Verden. Det gælder områder som kultur, tolerance, grønne områder og arkitektur.

Desuden er pendlertiden til centrum kort sammenlignet med andre europæiske hovedstæder, og arbejdstiderne er fleksible, hvilket betyder, at det er muligt at balancere arbejdsliv og familieliv.

Dette understøttes af at Danmark, ifølge OECD's analyser af well-being, ligeledes ligger blandt de 3-4 bedste målt på livskvalitet og tryghed, *jf. nedenfor*.

I forhold til benchmarking-landene har Danmark høj livskvalitet og en god work/life balance

	Ren luft	Livskvalitet	Tryghed	Work/life balance
Danmarks ranking	5/9	2/9	3/9	3/9

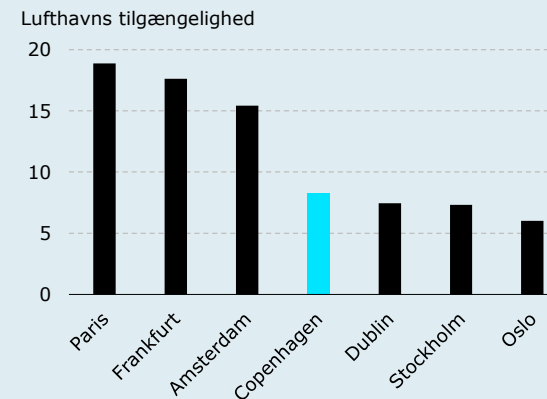
Note: OECDs index of well-being is 11-dimensional, covering aspects of life ranging from civic engagement to housing, from household income to work-life balance, and from skills to health status.

Kilde: OECD

KØBENHAVNS LUFTHAVN HAR EN HØJ INTERNATIONAL TILGÆNGELIGHED

I forhold til byens størrelse har København en lufthavn med en høj grad af international tilgængelighed. Fx, er der ingen nordiske byer, der har en større tilgængelighed, og i Tyskland er Københavns lufthavn kun overgået af Frankfurt.

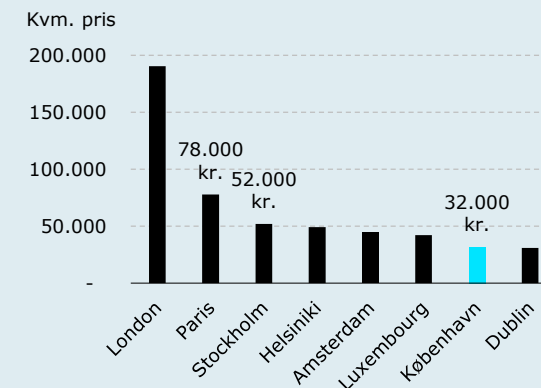
På indenlands tilgængelighed scorer København ligeledes højt på offentlige transportmuligheder. Samtidig er der gode forhold for cyklister, hvilket forbedrer pendlermulighederne.



*Note: De ikke viste byer ligger lavere i ranking.
Kilde: Airport connectivity report 2016*

KØBENHAVN HAR FORHOLDSVIS BILLIGE BOLIGER

Sammenlignet med andre europæiske storbyer, er ejendomspriserne på et rimeligt niveau i København. Fx, ligger lejlighedspriserne i København under byer som Paris, Stockholm, og Amsterdam. Dette afspejler sig også i overkommelige priser på lejemål for både private og virksomheder. Samtidig medvirker det, at København har et effektivt realkreditsystem som, holder boligomkostningerne på et rimeligt niveau.



*Note: Figuren viser senest tilgængelig data
Kilde: OECD*

Gode vilkår for erhvervslivet i Danmark

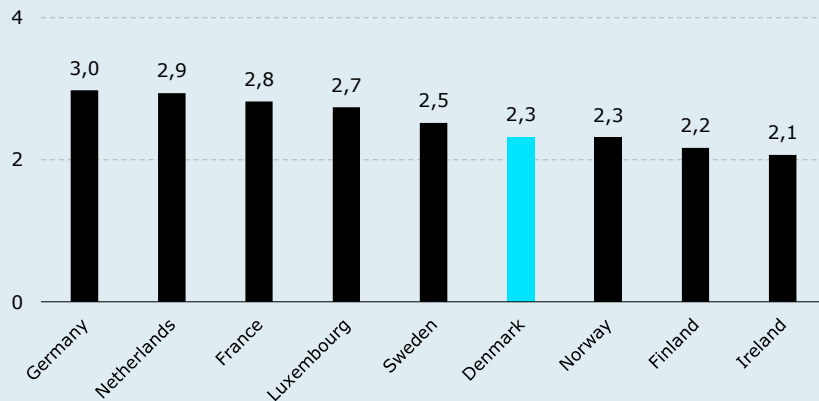
FLEKSIBELT ARBEJDSMARKED

Den danske arbejdsmarkedsmodel er meget fleksibel og med lav grad af jobbeskyttelse. Således er det forholdsvis nemt, og forbundet med lave omkostninger, at afskedige medarbejdere. Fx, er den typiske opsigelsesperiode kun ca. tre måneder, hvilket er lavt sammenlignet med lande som Frankrig og Tyskland.

Det fleksible arbejdsmarked er særlig fordelagtig for finanssektoren, hvor der fremadrettet kommer til at ske betydelige omlægninger af arbejdskraftressourcer, hen imod en større brug af medarbejdere med stærke IT-kompetencer.

Lav grad af jobbeskyttelse i Danmark

Jobbeskyttelse, score

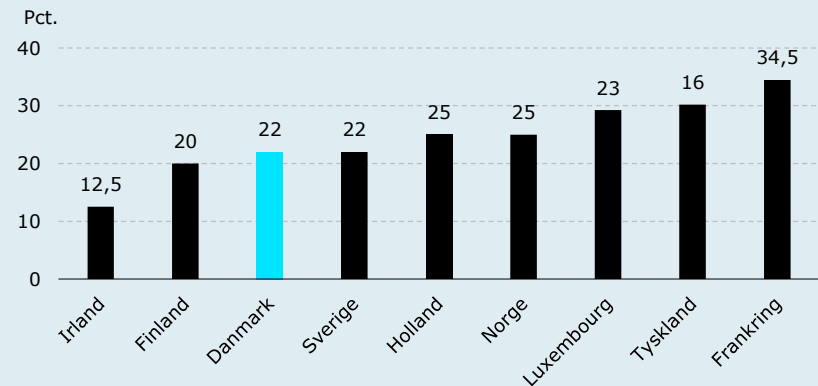


*Note: Figuren viser jobbeskyttelse for fastansatte, såkaldt "Employment protection Legislation" (EPL). Figuren er med eneste data, der var tilgængelige, primært 2013 og 2014.
Kilde: OECD*

NEMT AT GØRE FORRETNING MED UDENLANDSKE VIRKSOMHEDER

Danmark er det tredje bedste land i Verden at gøre forretning i, ifølge den seneste udgave af Verdensbankens "ease of doing business" undersøgelse. Dette er det højeste blandt benchmark-landene. Danmark scorer især højt på mulighed for at gøre forretning med lande udenfor Danmark ("trade across borders") – her ligger Danmark nr. 1 i Verden.

Danmark har den tredje laveste selskabsskat blandt benchmark-landene



Kilde: OECD

Ingen korruption og stor tillid i det danske samfund

Danmark er Verdens mindst korrupte land

Ifølge den seneste udgave af "Corruption Perceptions Index" foretaget af Transparency International er Danmark det mindst korrupte land i verden. Dette er naturligt af stor betydning indenfor den finansielle sektor, hvor medarbejdere er betroet et stort ansvar.

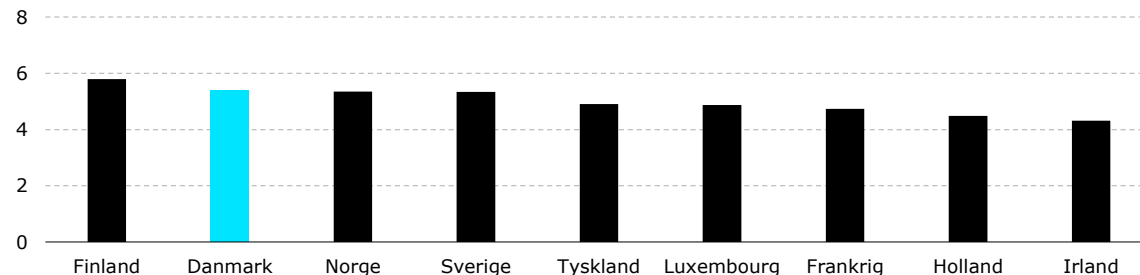
Troværdig finansiell sektor i Danmark

Også indenfor den finansielle sektor er der en høj grad af troværdighed. World Economic Forum offentliggør hvert år et indeks for "Troværdighed og tillid" i den finansielle sektor i en række lande. Hvor Danmark scorer næsthøjest blandt benchmark-landene, jf. *øverste figur*. Scoren er en vægtning "Soundness of banks", "Regulation of securities exchanges" og "Legal Rights Index".

I den sidstnævnte kategori scorer Danmark højest blandt benchmark-landene, og Danmark har den bedste beskyttelse af juridiske rettigheder indenfor finansielle ydelser.

Den finansielle sektor i Danmark har et højt niveau af troværdighed og tillid...

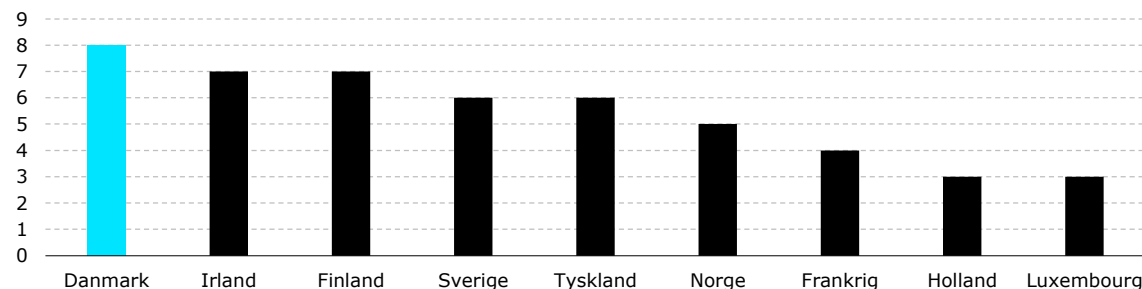
Trust index



Note: Legal rights index er defineret på en skala fra 1-10 (10 er bedst)
Kilde: World Competitiveness Report 2015-2016

... inklusiv en høj retssikkerhed

Legal rights index



Note: Troværdighed og tillid er defineret på en skala fra 1-7 (7 er bedst)
Kilde: World Competitiveness Report 2015-2016

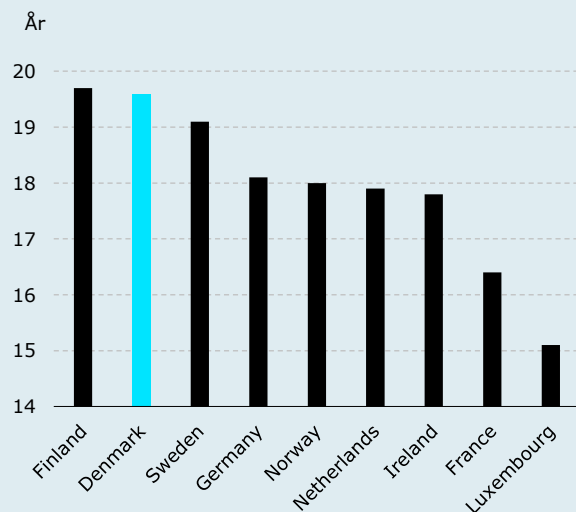
Danskere er højt uddannede og teknologisk parate

HØJT UDDANNELSESLEVELAU

Danske universiteter leverer desuden kandidater af høj kvalitet – også med kompetencer af mere teknisk karakter, hvilket er efterspurgt i dele af sektoren.

Specielt er Danmark kendetegnet ved at have meget lange uddannelser. Danmark ligger således anden højest ud af benchmark-landene på gennemsnitlig uddannelseslængde.

Antal år med uddannelse

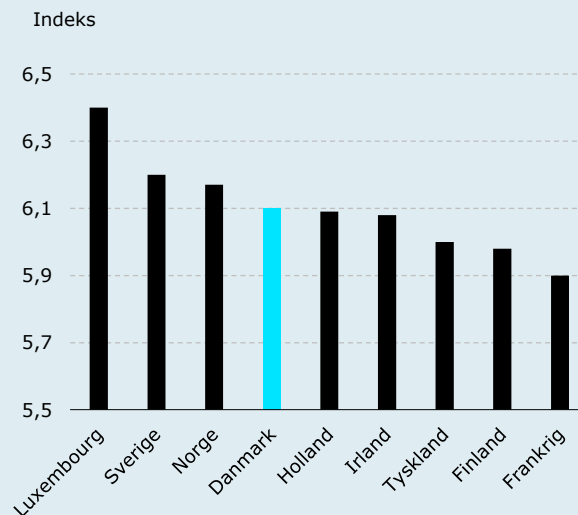


Kilde: OECD

HØJ TEKNOLOGISK PARATHED

World Competitiveness Report vurderer også landenes teknologiske parathed. På denne parameter scorer Danmark fjerde højest blandt benchmarking landene. Generelt ligger samtlige benchmarking lande på et højt niveau, hvor Luxembourg, Sverige, Norge og Danmark alle er i top 10.

Teknologisk parathed

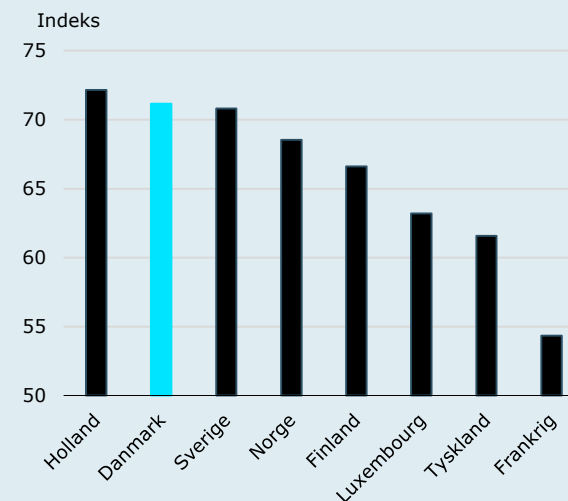


Note. Teknologisk parathed er defineret på en skala fra 1-7 (7 er bedst)
Kilde: World Competitiveness Report 2015-2016

STÆRKE ENGELSKKUNDSKABER

Danskerne har gode engelsk kundskaber. Det betyder, at det praktisk er muligt at begå sig udelukkende med brug af engelsk. Det er således ikke nødvendigt for udlændinge at lære dansk, selv ved længere ophold i Danmark.

Engelskkundskaber



Note: Holland, Danmark, Sverige, Norge og Finland indtager 1.-5. pladsen. Luxembourg, Tyskland og Frankrig indtager hhv. 7., 9. og 29. pladsen. Skalaen måler fra 1-100
Kilde: EF Education First English Proficiency Index 2016

5

STYRKEDE RAMMEVILKÅR: INDSATSOMRÅDER

Styrkelse af small- og midcap kapitalmarked som vækstgenerator

Høj beskatning på private investeringer gør det svært for mindre virksomheder

I forhold til sammenligningslandene ligger Danmark betydeligt højere hvad angår marginal aktieavancebeskatning af private investorer.

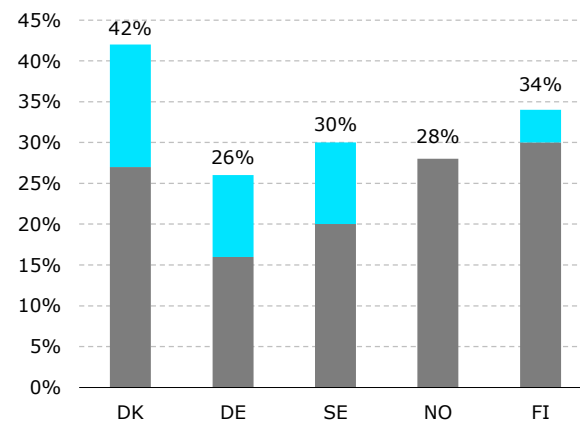
En lavere beskatning af kapitalindkomst vil kunne øge vækstpotentialet i dansk økonomi som følge af en højere vækst i små private virksomheder. Effekten på større virksomheder vil være mindre. Årsagen er, at små virksomheder i højere grad bliver finansieret af små indenlandske investorer, mens større virksomheder har adgang til de internationale kapitalmarkeder.

Andre lande har særlig lempelig beskatning af mindre virksomheder

Nye vækstvirksomheder har en stor betydning for samfundet i form af innovation og produktivitet. Det, at starte ny virksomhed er dog risikabelt for iværksættere, og der bliver typisk ikke tjent meget de første år.

Derfor har flere lande indført særligt lempelige beskatningsordninger for nystartede virksomheder. Dette er en relativt billig foranstaltning, da nystartede virksomheder ofte har en lille indtjening de første år, men stadig noget der skaber positive incitamenter, og gør det nemmere for iværksættere at klare sig igennem de første år. I forhold til den konkrete udformning kunne man evt. lade sig inspirere af skattelovgivningen i Storbritannien, jf. boks.

International beskatning af aktieafkast



Note: In the Nordic countries, the tax rates are the same on dividends and capital gains. In Denmark, the low rate applies to all income up to a progression limit of 50,000 kr. Finland has similar rules, but with a progression limit of EUR 30,000. In Sweden, the low rate only applies to "fämansföretag". In Germany, share income is taxed by a flat rate of 26.3%. Low-income persons are taxed under the personal income tax rate of 16%.

Source: OECD tax database

LEMPelige SKATTEREGLER I STORBRIANNIEN

- **Enterprise og Seed Investment Scheme:** Fradrag i indkomstskat på 30-50 pct. af udgift til køb af aktier op til £1 mio. i unoterede aktier i virksomheder med relativt få ansatte.
- **Entrepreneurs Relief:** Iværksættere med mindst 5 pct. ejerandel bliver kun beskattet med 10 pct. af gevinst ved salg af deres ejerandel for gevinst under £10 mio.
- **Venture Capital Trust:** Private investorer får fradrag i indkomstskatten på op til 30 pct. for indskud på op til £200.000 i Venture Capital Trust, der investerer i unoterede aktier.
- **Enterprise Management Incentive:** Virksomheder med maksimalt 250 ansatte kan give medarbejdere aktieoptioner delvist skattefrit.



FORSLAG TIL ANBEFALING

- Introducer beskatning af aktieindkomst som i andre nordiske lande
- Overvej målrettede lempelser for mindre virksomheder som i UK

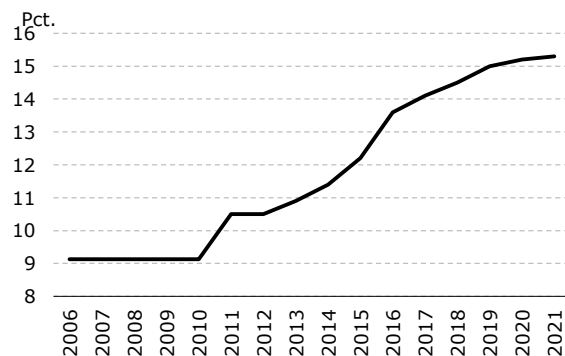
Moderniseret og konkurrenceorienteret beskatning af finansiel virksomhed

Lønsumsafgift, et historisk levn

Lov om lønsumsafgift for virksomheder indenfor den finansielle sektor trådte i kraft den 1. juli 1990. Den er således indført i en anden tid, før arbejdskraft og produktion blev flytbar, og finansielle services blev internationalt konkurrenceudsat på lige fod med industrivarer. Ikke desto mindre er lønsumsafgiften konstant stigende, seneste er den forhøjet til 15,3 pct. af lønsummen med virkning fra 2021.¹

Denne ekstra direkte skat på arbejde i den finansielle sektor giver danske virksomheder en unødigt konkurrenceforvridning ift. udenlandske virksomheder, samt et usundt incitament til at flytte arbejdskraft ud af landet. Når internationale virksomheder skal vælge, hvor de skal placere sig, vil lønsumsafgiften utvivlsomt have indflydelse.

Lønsum som en ekstra skat på den finansielle sektor i Danmark



Lønsumsafgiften er særligt en belastning for mindre virksomheder. Belastningen sker fordi banker oplever en øget omkostning ved at levere lån og andre finansielle ydelser til deres kunder. Den

kommer de mindre virksomheder derfor til at bære. Modsat vil større virksomheder i realiteten blive belastet langt mindre. Dels fordi lønomkostningen ved at lavere en kreditvurdering per lånt krone er mindre for de store virksomheder dels fordi de kan gå til udlandet og finde finansiering.

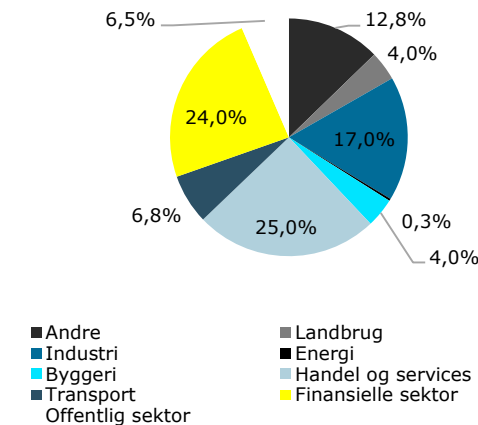
Forskerskatteordningen kunne forbedres

Forskerskatteordningen er indført for at øge arbejdsudbuddet, kompetenceniveauet og produktiviteten, men danske virksomheder har svært ved at fastholde udenlandske medarbejdere ud over de første tre år. Dette er specielt relevant for den finansielle sektor, som beskæftiger 24 pct. af de udenlandske nøglemedarbejdere, se figur, som i høj grad er afhængige af specialiseret arbejdskraft, specielt inden for asset management, og som i høj grad konkurrerer om en meget mobil arbejdsstyrke.

Der er klare tegn på øget international konkurrence om højtuddannet arbejdskraft. Fx har følgende lande også indført fordelagtige skatteordninger for højtuddannede udlændinge: Belgien, Holland, Portugal, Spanien, Sverige og Schweiz.

Meget tyder på, at forskerskatteordningen både øger udbuddet af højt kvalificeret arbejdskraft, og samtidig er en god forretning for samfundet og statskassen. Forskning tyder således på, at forskerskatteordningen har fordoblet antallet af højt betalte udlændinge i Danmark².

Industriinddeling af ansatte på forskerskatteordning



Bemærk: andelen er eksklusiv forskere

Kilde: Kleven et al (2013) Migration and Wage Effects of Taxing Top Earners: Evidence from the Foreigners' Tax Scheme in Denmark

FORSLAG TIL ANBEFALING

- Stop stigning i lønsumsafgiften og overvej at erstatte den med et egentligt momssystem på finansielle serviceydelser³
- Overvej en udvidelse af forskerskatteordningens løbetid.

Noter: 1) For en analyse af problemer med lønsumsafgiften, se Copenhagen Economics (2016): "A wage tax on a rapidly changing Swedish financial sector". 2) Kleven et al (2013) Migration and Wage Effects of Taxing Top Earners: Evidence from the Foreigners' Tax Scheme in Denmark 3) Se Copenhagen Economics (2016): "Why and how to apply VAT to financial services"

Fleksibilitet og forudsigelighed som sigtepunkt for finansiel regulering

Den finansielle sektor er en af de mest regulerede sektorer overhovedet – både i Danmark og internationalt. Det er der overordnet set gode grunde til, da den finansielle sektor er afgørende for den generelle økonomiske udvikling. Fx viste den seneste finansielle krise, at det selv under økonomisk tilbageslag er afgørende at have en finansiel sektor, der kan sikre finansiering af det private erhvervsliv.

Samtidig er det vigtigt, at det regulatoriske setup ikke bliver en hindring for vækst:

- Er den finansielle sektor i Danmark stærkere reguleret sammenlignet med resten af EU, kan det betyde, at jobs i den finansielle sektor vil rykke ud af landet.
- Omvendt kan en hensigtsmæssigt regulering, der tager hensyn til konkurrencemæssige vilkår, markant øge vækspotentialt i den finansielle sektor.

Hermed kan et strategisk samarbejde mellem den finansielle sektor og de regulatoriske myndigheder – hvor parternes mål og foreslåede midler kan diskuteres – være produktivt for begge parter. Således behøver der ikke at være et modsætningsforhold mellem den private sektors ønske om konkurrencedygtige rammevilkår og de regulatoriske myndigheders krav om en finansiel sektor, der skal være modstandsdygtig overfor økonomiske tilbageslag.

Konkret beskrives nedenfor tre eksempler på områder, hvor myndigheder i andre lande har taget mere hensyn til konkurrencemæssige vilkår i deres regulatoriske setup:

1. Overimplementering af EU-krav

Der er en tendens til at EU-regler overimplementeres i Danmark. Dette hæmmer naturligvis danske finansielle virksomheder i konkurrencen med andre EU-lande med lempeligere krav. Fx er Basel III kravene, der kom i kølvandet på den finansielle krise, blevet implementeret hårdere i Danmark sammenlignet med resten af EU: Indfasningsperioden har været kortere og ekstra Pillar-II krav er blevet indført. Dette på trods af, at den danske finansielle sektor generelt er meget robust kapitaliseret sammenlignet med Europæiske peers.

2: Stor omskiftelighed i reguleringen

Den finansielle regulering er forholdsvis omskiftelig i Danmark, hvor nye regler implementeres med forholdsvis kort varsel. Det har givet et betydeligt element af regulatorisk usikkerhed når investeringer i den finansielle sektor overvejes. Dette gør København til en mindre attraktiv destination at placere en finansiel virksomhed i. Omvendt, fx Luxembourg, bliver regulatoriske ændringer annonceret lang tid i forvejen med lang indfasningsperiode. Dette giver investorer større klarhed og forudsigelighed om de konkurrencemæssige vilkår.

3: Danmark mangler en Regulatorisk "sandbox" for fintech

De danske myndigheder har meget uklare retningslinjer for FinTech. Det betyder, at nye FinTech-virksomheder grundlæggende set ikke kender de vilkår, de skal konkurrere under.

Her kunne man lade sig inspirere af den

regulatoriske "sandbox" for FinTech, der er oprettet i London. Først og fremmest er der en klar vækststrategi for FinTech samt klare regulatoriske retningslinjer: Der er lavet lempelige regler for mindre FinTech start-ups (fx under en vis mængde aktiver under administration, etc.), og samtidig gør myndighederne meget for at hjælpe FinTech-virksomheder med at forstå de regler, de er underlagt – der er således et samarbejde mellem FinTech virksomheder og myndighederne. Her er det særligt vigtigt at gøre sig klart, at mange FinTech start-ups har baggrund i IT og således ikke nødvendigvis er eksperter i finansiel lovgivning. Vil man gerne have mere FinTech i København, vil et sådan samarbejde være afgørende.



FORSLAG TIL ANBEFALING:

- Etabler et strategisk samarbejde mellem den finansielle sektor og de regulatoriske myndigheder.
- Undgå over-implementering af EU-krav
- Annoncer regulatoriske initiativer lang tid i forvejen
- Lav en regulatorisk sandbox for FinTech.

Konkurrencedygtige vilkår for danske investeringsfonde

I dag er der ulige adgang til EU's indre marked for danske investeringsfonde. Den ulige adgang hæmmer udenlandske investorers adgang til danske investeringsfonde og danske investorers adgang til at investere i udenlandske investeringsinstitutter.

Asymmetrien betyder, at en række danske kapitalforvaltere i dag opretter og administrerer deres investeringsfonde i lande, hvor der er fri adgang til EU's indre marked og lige konkurrencevilkår på skatteområdet. Således kan Danmark gå glip af en række forholdsvis højtlonnede administrative jobs, som ellers kan ses som en gavnlig sideeffekt af Danmarks styrkeposition indenfor kapitalforvaltning.

Konkurrencen på dette område er international og meget intens. Derfor kan selv mindre forskelle i nationallovgivning på tværs af landegrænser have markante effekter på fx fondsudbyderes beslutning om, hvor administrationen af deres fonde placeres.

Regler, der forhindrer ligestillet konkurrence

Konkret udgøres skattemuren af tre lovgivningsmæssige forhold:

Udbytteskat for udenlandske investorer:

- Udbytte fra danske investeringsfonde til udlændinge bliver beskattet med 27 pct. (hvoraf 12 pct. som regel kan refunderes). Dette gør danske investeringsfonde uattraktive for udenlandske investorer sammenlignet med udenlandske investeringsfonde, hvor der typisk

ikke er nogen udbytteskat på investeringsfondens udbytter.

- Skatteministeriet skønner, at provenuetabet ved at fjerne skatten vil være omkring 30 mio. kr. Dette kan dog blive mere end modvejet af stigende skatteindtægter som følge af flere højproduktive kapitalforvaltningsjobs, som beskrevet ovenfor.

Komplekse regler gør det ufordelagtigt for danskere at investere i udenlandske investeringsfonde:

- Afkastet fra udenlandske investeringsinstitutter bliver i dag kapitalindkomstbeskattet, hvilket er en højere og særdeles mere kompleks beskatning end almindelig aktieindkomstbeskatning. Det gør det ufordelagtigt for danske forbrugere at investere i udenlandske investeringsfonde.
- Dette er en konkurrencebeskyttelse som danske kapitalforvaltere på ingen måde behøver, da de allerede er fuldt ud internationalt konkurrencedygtige (som beskrevet i kapitel 3).
- Skatteministeriet skønner, at en ændring af skattereglerne for udenlandske aktiefonde, som betyder, at udenlandske aktiefonde lagerbeskattes i aktieindkomsten, vil give et forholdsvis beskedent provenuetab på omkring 30 mio. kr.

Ikke praktisk muligt for danske virksomheder at administrere udenlandske fonde:

- De nuværende skatteregler forhindrer danske virksomheder i, at administrere visse udenlandske investeringsfonde. Det skyldes, at

visse udenlandske investeringsfonde vil få skattemæssigt hjemsted i Danmark, hvis administrationen er dansk.

- Lovgivningen betyder, at danske kapitalforvaltere, med investeringsfonde i flere lande, ikke kan samle administrationen i Danmark, hvorved den danske finansielle sektor yderligere går glip af højproduktive jobs, ligesom Danmark som følge heraf mister skatteindtægter.



FORSLAG TIL ANBEFALING:

- Afskaf udbytteskat for udenlandske investorer og beskat i stedet danske aktieudbytter i investeringsforeningen.
- Normaliser skatteregler for udenlandske kapitalforvaltere
- Gør det praktisk muligt for danske virksomheder at administrere udenlandske fonde (indfør en såkaldt "Investment Manager Exemption")