

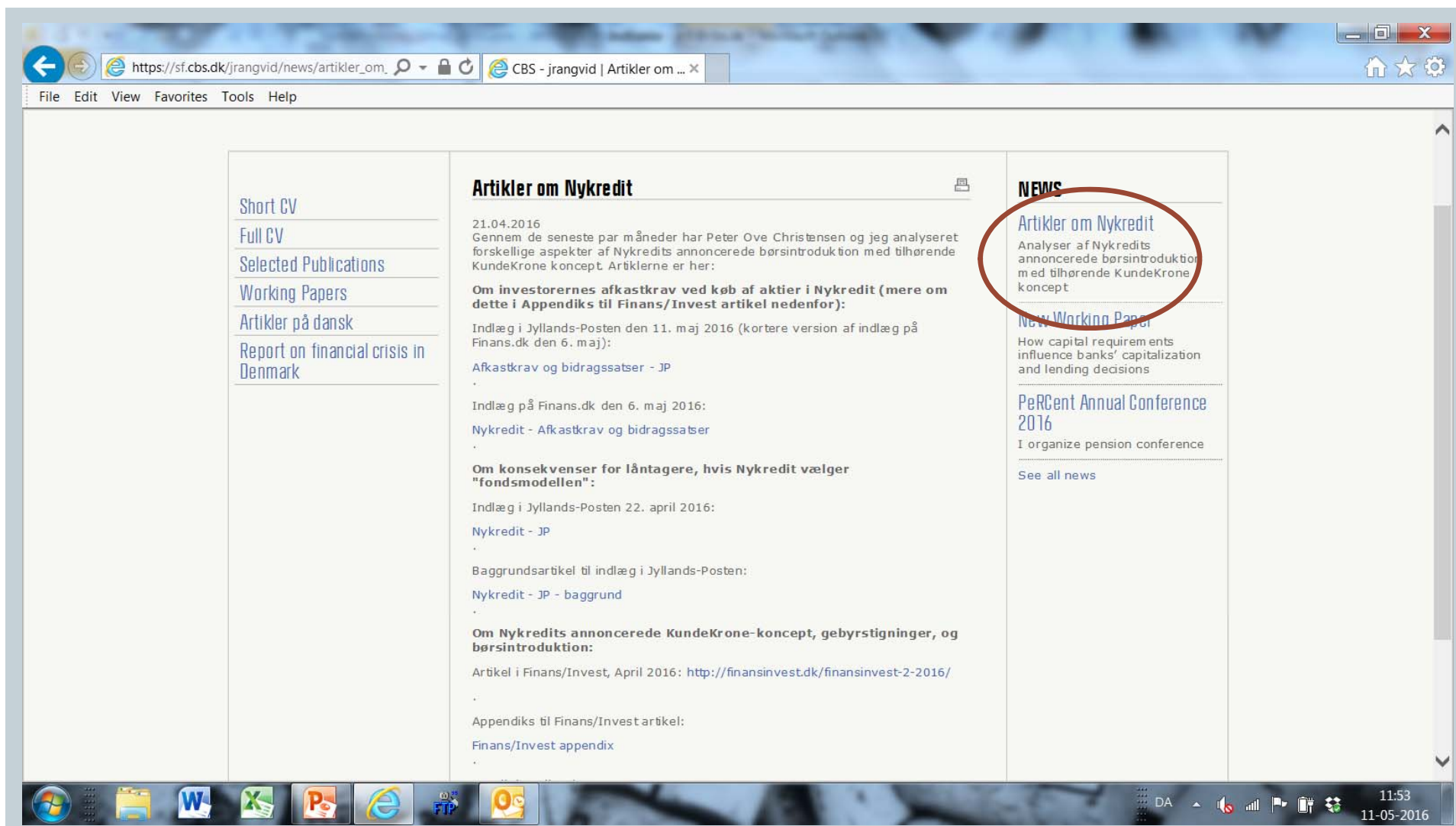
Postyret om Nykredit



OPLÆG VED:
NATIONALØKONOMISK FORENING

10. MAJ 2016

JESPER RANGVID
PROFESSOR, CBS



1. Børsintroduktion, gebyrforhøjelser og KundeKroner

3

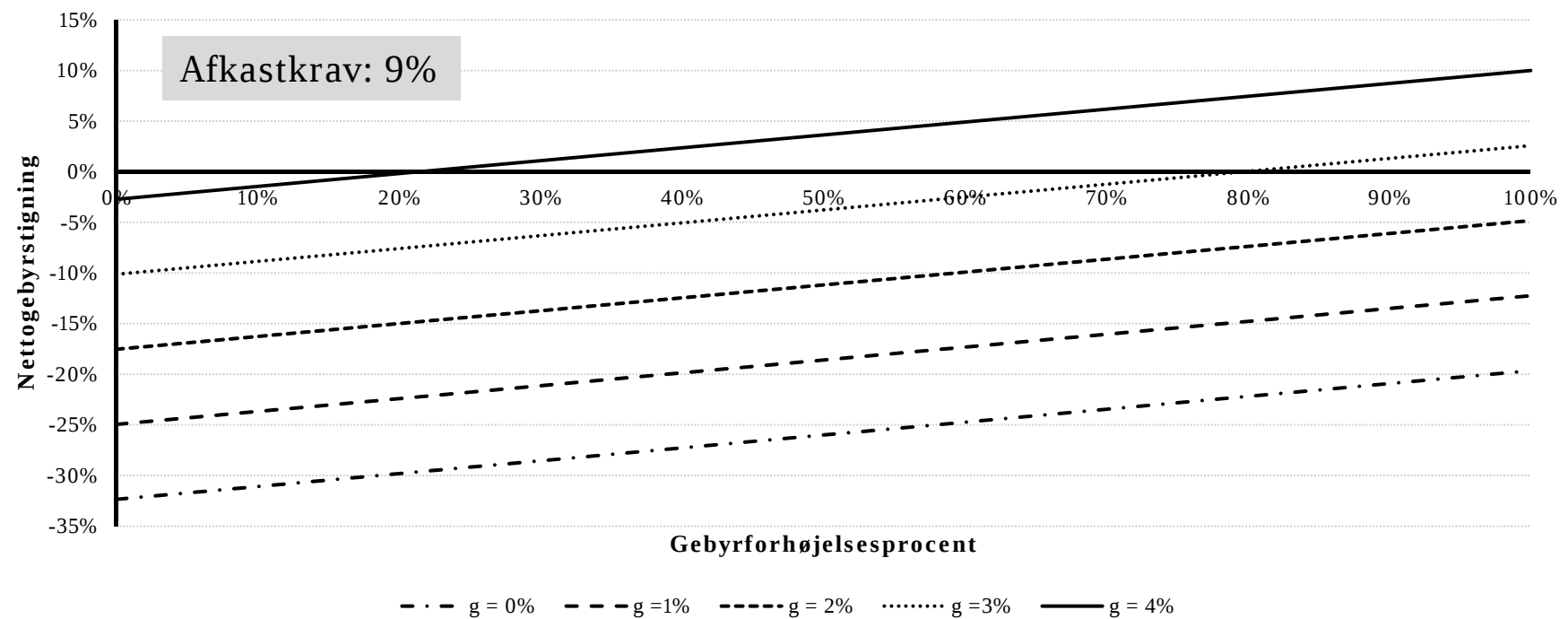
- Lav værdi af Nykredit i nuværende situation.
 - **Aktier kan ikke sælges!**
 - Egenkapital på 85 mia. nås i 2024.
- Reduceres vækst, stiger værdi af Nykredit, men ikke samfundsøkonomisk attraktiv vej.
- Gebyrforhøjelser: Nykredit har positiv værdi => Aktier kan sælges.
 - Udbytter kan sendes tilbage til kunder, men selskabsskat tager 22% ☹.

KundeKroner:

- Forening sender modtagne udbytter tilbage til Nykredit Holding mod, at Holding betaler tilbage til kunderne (med tidsforskydning)
- Eliminere selskabsbeskatning af udbytte, der sendes tilbage til kunder.
 - Nykredit beskattes af nettogebyr, dvs. gebyr – KundeKroner, og låntager kan kun fratrække nettogebyr i kapitalindkomst.
- Værdi af Nykredit højere end ved gebyrforhøjelser alene.

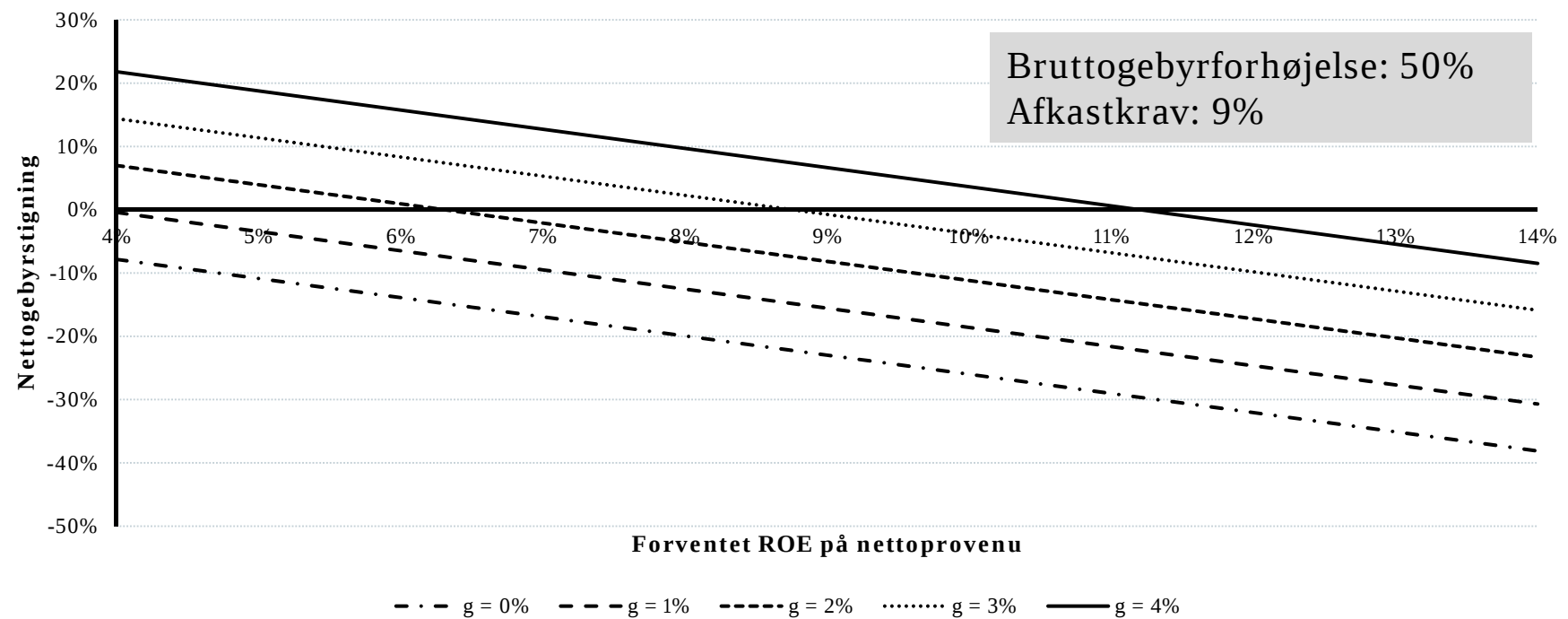
Brutto- og nettogebyrforhøjelse

4



Nettogebyrforhøjelse og ROE på provenu fra børsnotering

5



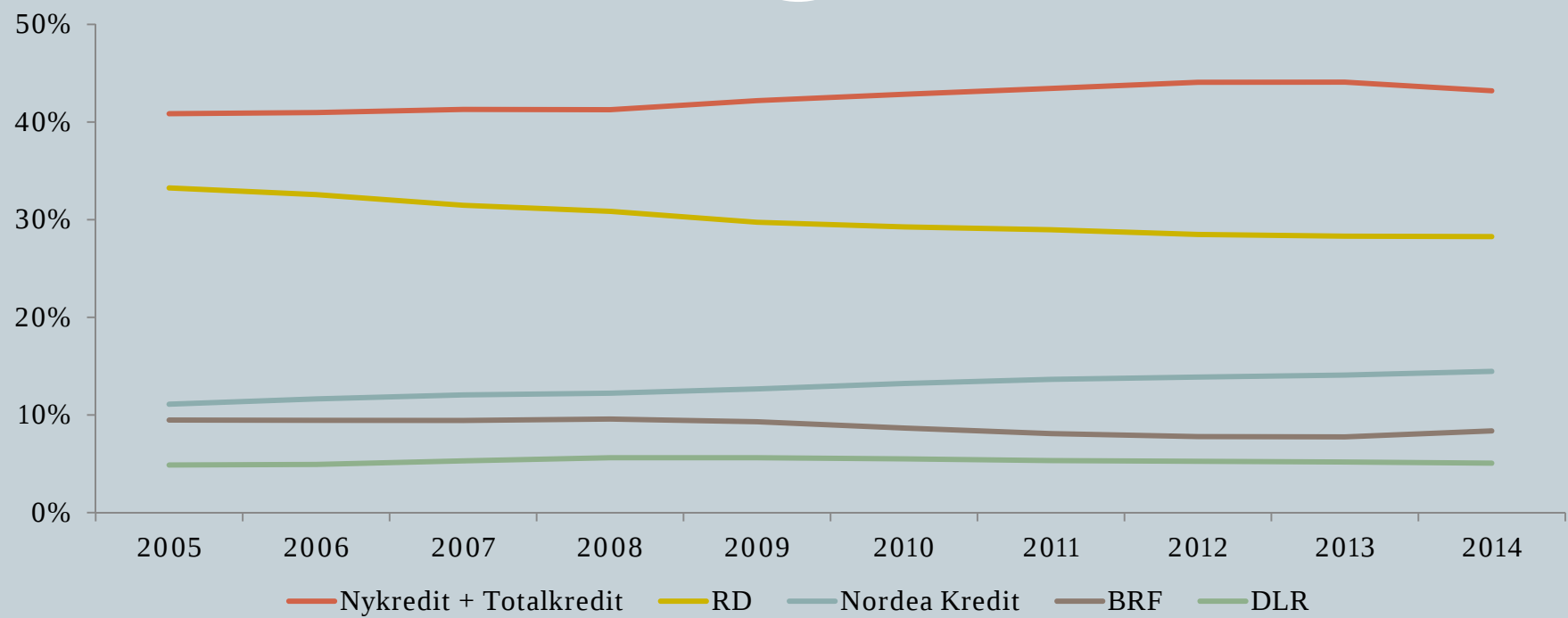
2. Fondsmodel og konkurrencesituation i realkreditten

6

- Nykredit skaffer kapital ved at sælge sig til anden finansiel koncern.
- Provenue fra salg placeres i almennyttig fond.
 - BRF / RD model.
- Konsekvenser for låntager afhænger af konkurrencesituationen på realkreditmarkedet.
- Vi antager:
 - Imperfekt konkurrence på udbudssiden.
 - Én markedsleder – Nykredit.
 - Stackleberg situation.
 - Homogent produkt + ingen switching omkostninger => samme nettogebyrer for alle.

Markedsandel

7

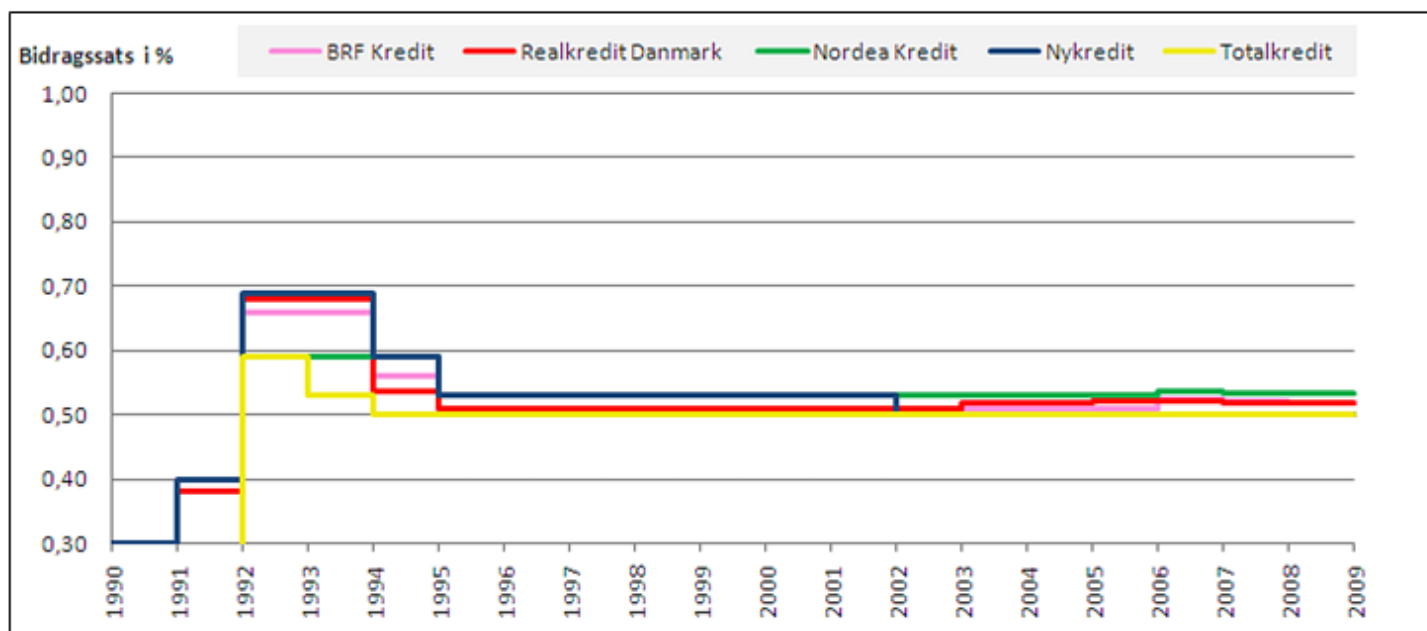


Kilde: Finanstilsynet og egne beregninger

Bidragssatser

8

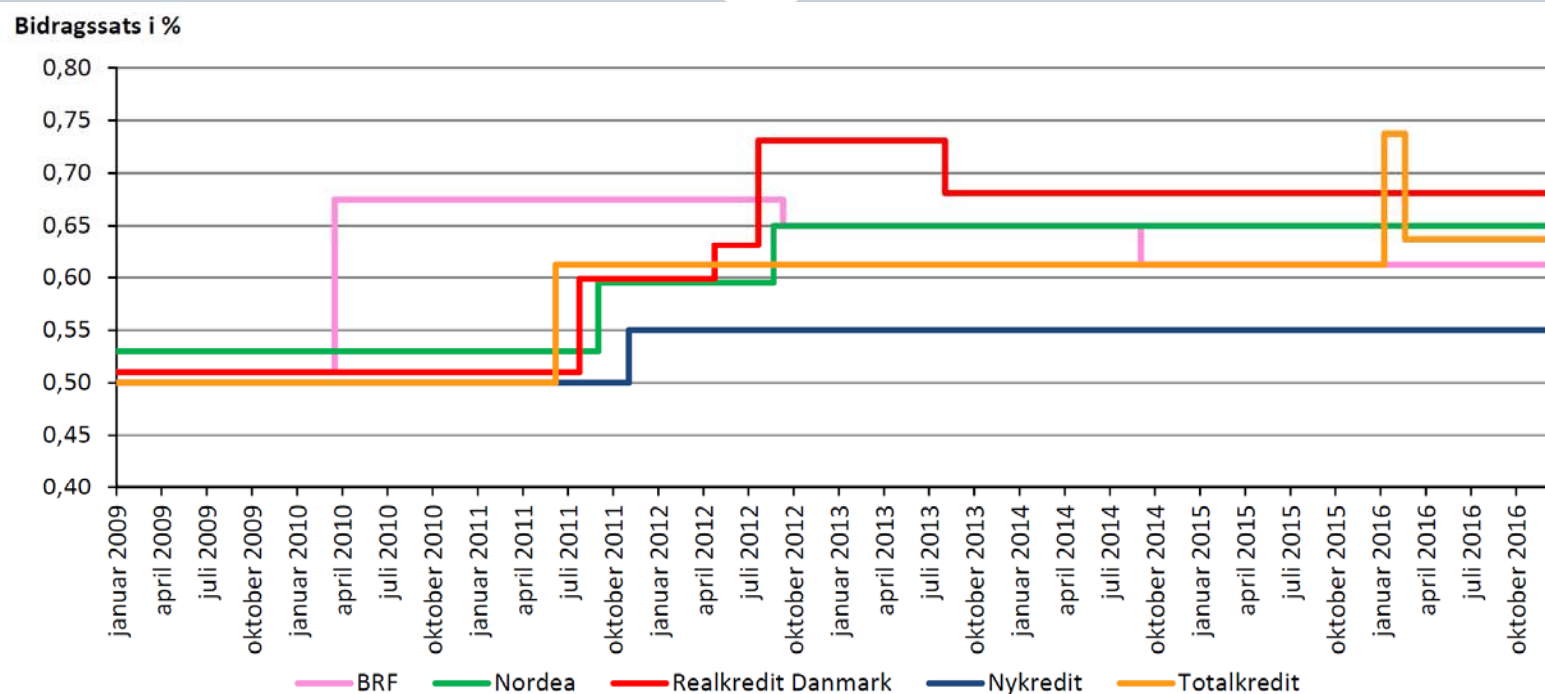
Gennemsnitlige bidragssatser, privatkunder 1990-2009 (ultimo året)



Kilde: Nykredit

Satser for nyudlån til ejerboliger ved fast rente med afdrag og 0 - 80% belåning. Første annoncering af ændringerne

9

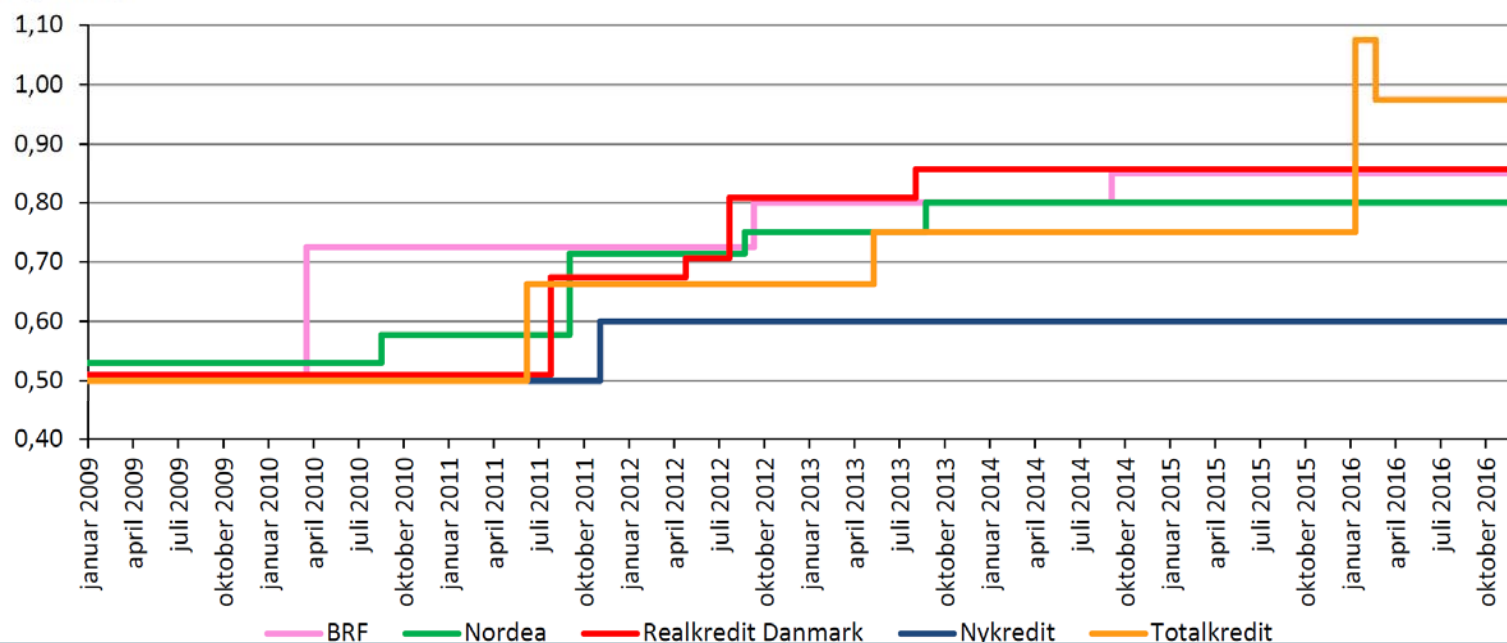


Kilde: Selskabsmeddelelser og regnskaber

Satser for nyudlån til ejerboliger ved variabel rente med mindst tre års funding (F3-F10, F-kort), afdrag og 0 - 80% belåning

10

Bidragssats i %



Kilde: Selskabsmeddelelser og regnskaber

Resultater

11

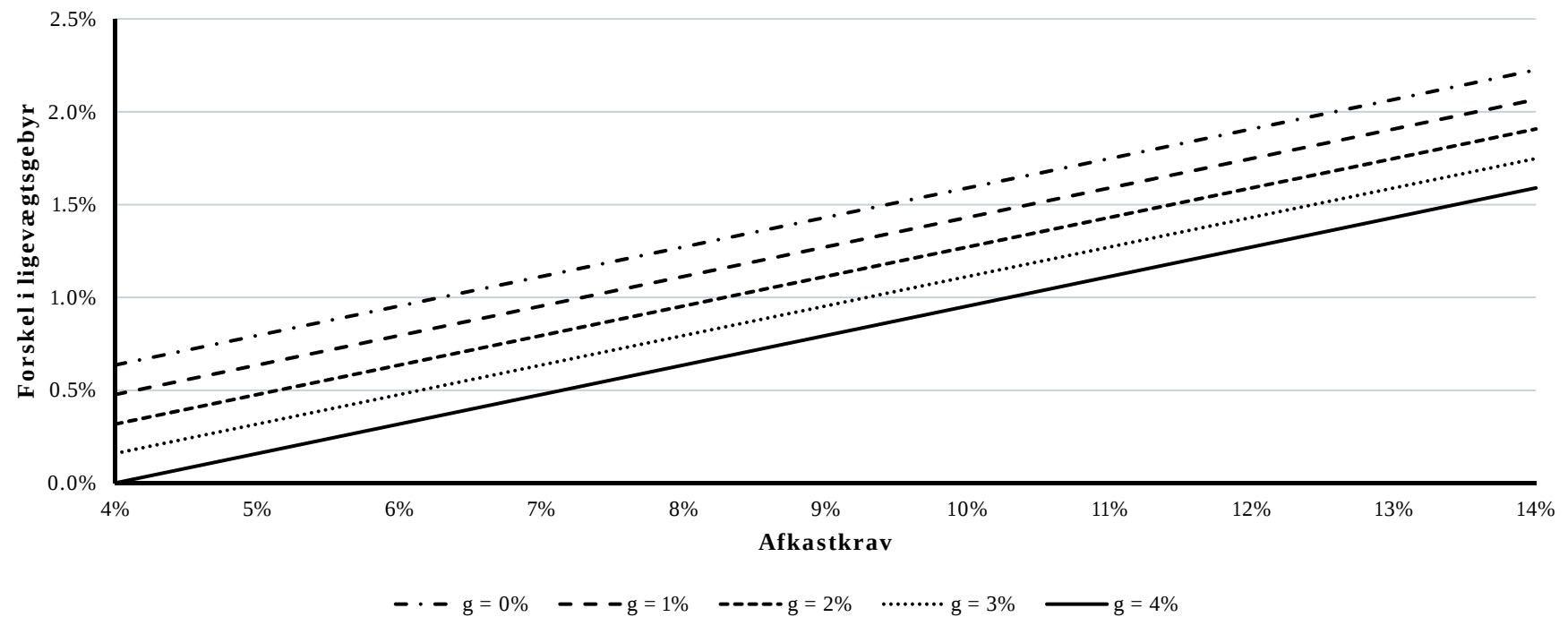
- I fondsmodellen stiger marginalomkostningerne for Nykredit.
- Forskel i ligevægtsgebyrer:

$$P(Q_{FM}^*) - P(Q_{NKM}^*) = \frac{(2n - 1) \alpha (r_{Et} - g)}{2(1 - s)} > 0.$$

- $n = 4$:
$$= 7 \times 70,85\% \times (9\% - 4\%) / 2 \times 0,78$$
$$= 15,90\% \text{ per egenkapitalkrone.}$$
- Gearing 20.
- *Stigning i gebyrer* $= 15,90 / 20 = 0,80\%$.

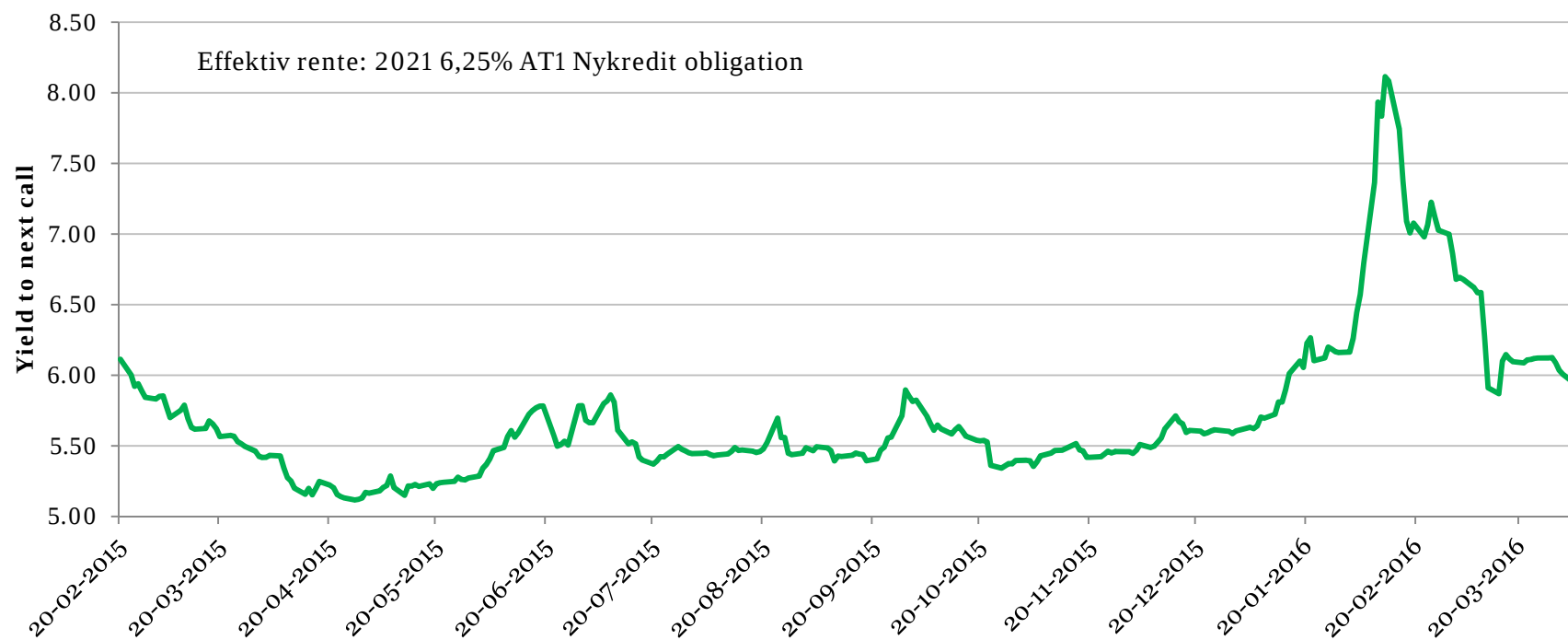
Afhængighed af afkastkrav

12



3. Hvad er sandsynligt afkastkrav?

13



Konklusioner

14

- Ikke grundlag for stort postyr over Nykredits annoncerede børsintroduktion, gebyrforhøjelser, og KundeKroner.
 - Postyr om Nykredits kommunikation må ærgre.
- Fondsmodellen kan – i stiliserede beregninger – føre til fordobling af gebyrer for alle realkreditlåntagere i Danmark.
- Afkastkrav på Nykredit aktier: 7% – 9%.