



Økonomisk Analyse

Investeringer og virksomhedernes kreditvilkår

NR. 2

30. marts 2011

Investeringer og virksomhedernes kreditvilkår

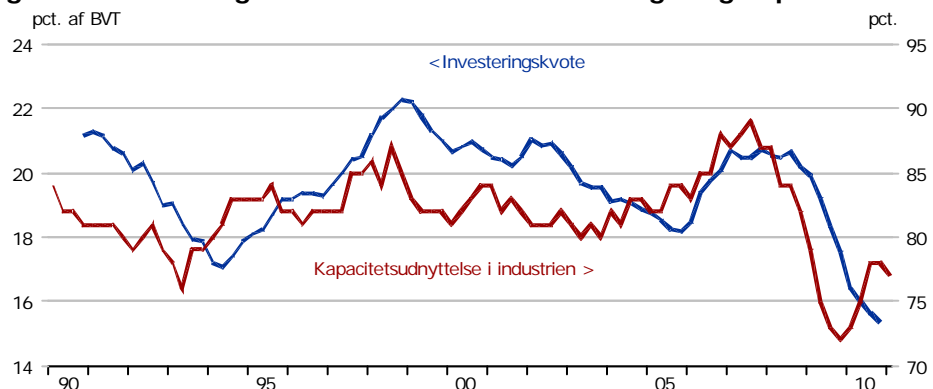
Investeringerne er faldet ekstraordinært meget i forbindelse med tilbageslaget efter den finansielle krise. Det hænger sammen med, at udviklingen i virksomhedernes balance og indtjening kan have forstærket tilbageslaget i investeringerne efter den finansielle krise. Analysen viser, at gearingen i virksomhederne i Danmark og i udlandet er steget efter krisen. Stigningen i gearingen har været ledsaget af stigende risikopræmier. Samtidig er små og mellemstore danske virksomheders mulighed for lån blevet vanskeligere efter krisen ifølge en ny undersøgelse fra Danmarks Statistik (december 2010). Analysen viser, at muligheden for at få lån hænger sammen med virksomhedernes kreditværdighed.

Investeringskvoten er faldet meget siden 2008

Erhvervsinvesteringerne faldt forholdsvis kraftigt i forbindelse med tilbageslaget i 2008 og har siden udviklet sig svagt. Normalt er udviklingen i investeringerne en smule mere volatil end udviklingen i produktionen. Det er med til at forklare faldet i investeringerne i forhold til produktionen efter 2008, jf. figur 1. Dette er endvidere en naturlig følge af, at nedgangen i produktionen har efterladt virksomhederne med en betydelig ledig kapacitet og dermed mindsket investeringsbehovet.

Erhvervsinvesteringerne udgjorde i 2010 ca. 16 pct. af BVT, og da erhvervsinvesteringerne samtidig er meget volatile har de en betydelig effekt for den kortsigtede konjunkturudvikling. Investeringsudviklingen har også en særlig betydning på lidt længere sigt, da investeringerne påvirker det langsigtede produktionspotentiale. OECD (2010a) peger særligt på, at historiske erfaringer viser, at finansielle kriser i særlig grad medfører lavere kapitalintensitet og dermed lavere produktivitet og strukturel vækst end andre konjunkturedgange. Dette er en konsekvens af, at finansielle kriser ofte er ledsaget af stigende risikopræmier og udlånsbegrænsninger, der dæmper investeringerne. En del af stigningen i risikopræmierne under den finansielle krise skal også ses på baggrund af forholdsvis lave risikopræmier før krisen.

Figur 1. Investeringskvote for erhvervsinvesteringer og kapacitetsudnyttelse



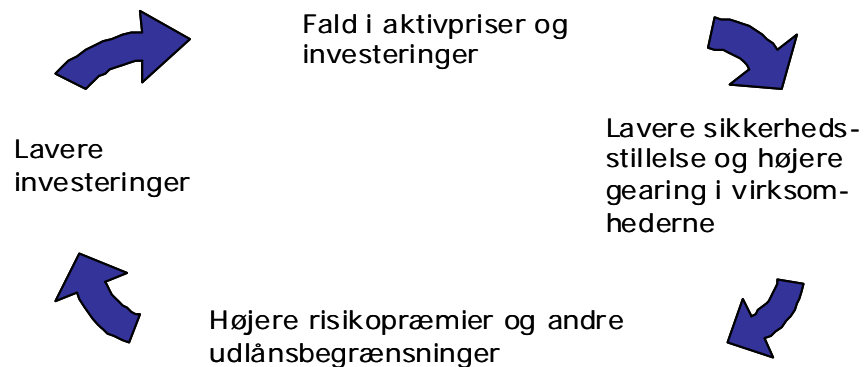
Anm.: Investeringskvoten er opgjort i løbende priser og som et 4. kvartalers glidende gennemsnit. Erhvervsinvesteringer er ekskl. boliginvesteringer. BVT er for den private sektor.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

**Virksomhedernes
balancer påvirker
investeringerne****Investeringer og finansielle forhold**

Investeringsudviklingen efter krisen har først og fremmest været meget svag som følge af den bratte opbremsning i produktionen. Finansielle forhold i virksomhederne er imidlertid også medvirkende til opbremsningen i investeringerne. Virksomhedernes balancer er blevet ramt af faldet i aktivpriserne, der indtrådte i forbindelse med den finansielle krise.

Faldet i aktivpriserne reducerer virksomhedernes muligheder for sikkerhedsstillelse over for banker og også deres indtjening, hvilket medfører, at virksomhederne har vanskeligere ved at få lån i bankerne. Den lavere sikkerhedsstillelse forøger risikopræmierne og gør det både vanskeligere og dyrere at opnå finansiering til investeringsprojekter. Det initiale fald i investeringerne forstærkes derfor, jf. figur 1. Denne proces er således i nogen grad selvforstærkende ("finansiell acceleration", jf. Nationalbanken 2003), indtil højere risikopræmier og udlånsrenter har nedbragt omfanget af investeringer til et omfang, hvor investeringsprojekterne igen kan honorere de højere forrentningskrav.

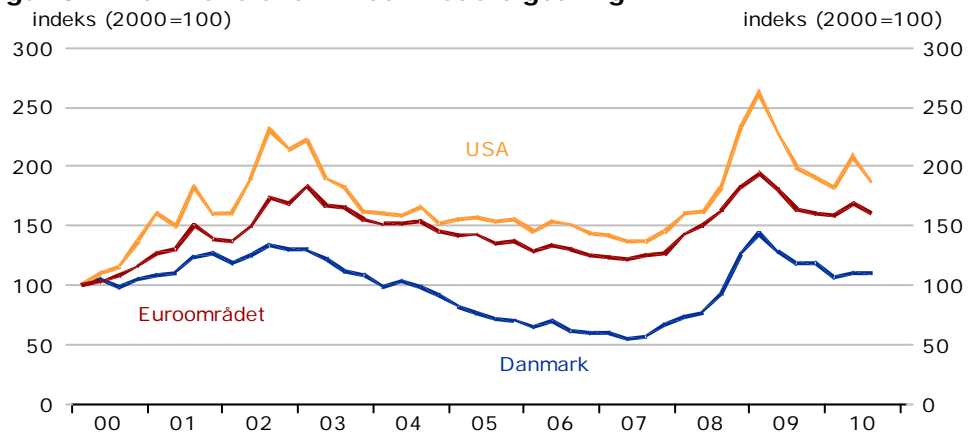
Figur 2. Investeringer og finansielle forhold

Gearingen i virksomhederne er steget, men fra et usædvanligt lavt niveau

Gearing og risikopræmier

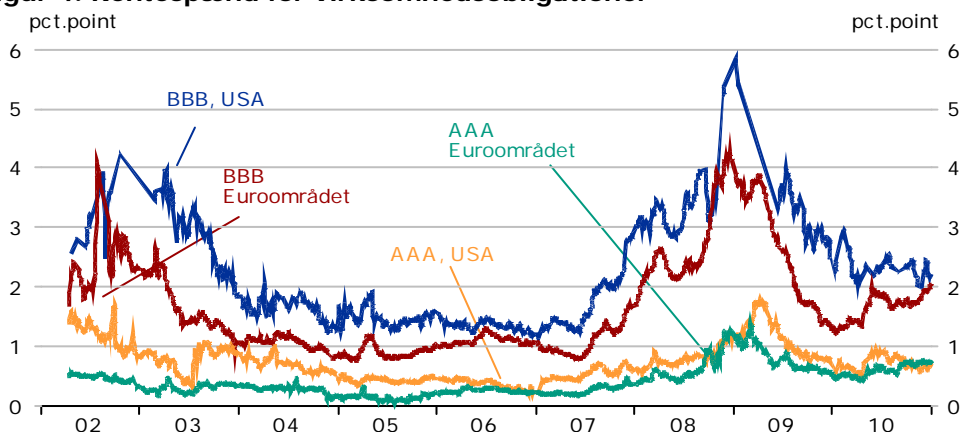
Mekanismen kan illustreres ved at betragte udviklingen i virksomhedernes gearing og risikopræmierne under finanskrisen. Virksomhedernes balance blev påvirket gennem det markante fald i aktiekurserne, der ledsagede den finansielle krise. Det medførte samtidig, at virksomhedernes gearing (målt som gæld i forhold til aktiekapital) steg markant i anden halvdel af 2008. Figur 3 viser, at udviklingen i gearingen har været sammenfaldende i Danmark, USA og euroområdet. Udviklingen i gearingen afspejler hovedsageligt udviklingen i værdien af virksomhedernes aktier, da gælden er mindre konjunkturfølsom. Gearingen var således usædvanlig lav i perioden 2004-2007, hvor værdien af virksomhedernes aktier steg kraftigt. Når gearingen i slutningen af 2008 nåede op på et relativt højt niveau, skyldes det væsentligst, at værdien af virksomhedernes aktier faldt kraftigt, men også at der i perioden 2004-2008 havde været en hurtigere forøgelse af virksomhedernes gæld end tidligere. Gearingen i Danmark er i dag højere end før krisen, men er dog ikke historisk høj. Niveauet for gearingen er således over niveauet for perioden 2004-2007, men ikke så højt som i fx 2002. Udviklingen i gearingen i Danmark og udlandet viser som nævnt det samme forløb. Men som følge af forskellige metoder med værdiansættelse af aktiekapitalen, især for unoterede aktier, kan man dog ikke konkludere, at stigningen i gearingen i Danmark siden år 2000 har været svagere end i fx USA.

Figur 3. Ikke-finansielle virksomheders gearing



Anm.: For USA er ikke-finansielle selskaber ekskl. landbrug. Klassifikationen af finansielle instrumenter i Danmark og euroområdet er sammenfaldende (ENS), men er ikke sammenfaldende med klassifikationen i USA. I ENS klassifikationen er aktiekapital klassificeret som "Aktier og andre kapitalandele" (F5). Da aktiekapitalen er en del af passiverne i ENS, er gælden beregnet som samlede passiver (ENS kode F) minus aktiekapital (ENS kode F5). Aktiekapitalen er i de makrobaserede indikatorer opgjort til markedsværdi.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af finansielle statuskonti fra Nationalbanken, ECB, og Federal Reserve.

Figur 4. Rentespænd for virksomhedsobligationer

Anm. : AAA og BBB angiver kreditværdighed. Rentespændet er målt i forhold til en 10-årig statsobligation.
Kilde: Ecowin Reuters.

Højere gearing betyder højere risikopræmier

Stigningen i gearingen gør virksomhederne mere udsatte og trækker i retning af, at bankerne vil forlange en højere risikopræmie i forbindelse med långivning. De højere risikopræmier kommer til udtryk ved et større rentespænd for virksomhedsobligationer.

Rentespændet for virksomhedsobligationer hænger tydeligt sammen med gearingen i virksomhederne, jf. figur 3 sammenlignet med figur 4. Det skal ses i lyset af, at risikoen for ikke at få afkast af investeringer i virksomhederne stiger, desto mere finansielt sårbare disse er. I euroområdet og USA er rentespændet for virksomhedsobligationer steget betydeligt efter den finansielle krise og er nu højere end under højkonjunkturen, jf. figur 4. For Danmark, hvor det hovedsageligt er de store virksomheder, der anvender virksomhedsobligationer, findes der pt. ingen tilgængelig statistik for rentespændet for virksomhedsobligationer.

Det pengepolitiske renteniveau er i dag lavere end før krisen, men stigningen i risikopræmierne betyder isoleret set, at kapitalomkostningerne for virksomhederne er højere, end det renteniveauet indikerer. OECD (2010b) har skønnet, at stigningen i risikopræmierne efter den finansielle krise svarer til en realrentestigning på 1,5 pct.-point. Skønnet er baseret på rentespændet for virksomhedsobligationer i USA (BBB-kreditværdighed). På længere sigt kan risikopræmierne nedbringes ved, at virksomhederne nedbringer deres gæld, eller at værdien af egenkapitalen stiger. Normaliseringen af konjunkturerne vil i sig selv bidrage til at reducere risikopræmierne.

Øget intern finansiering

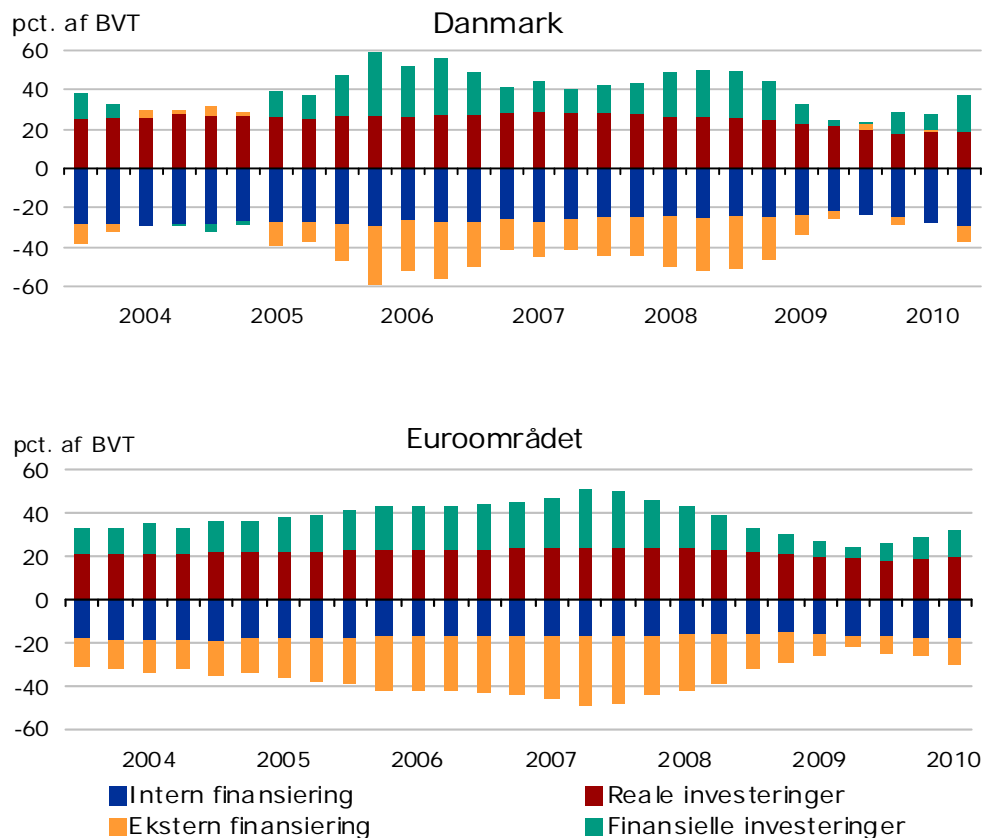
Nationalbanken og Danmarks Statistik har siden starten af 2010 offentliggjort sammenhængende tal for kvartalsvise finansielle og ikke-finansielle konti, der gør det muligt at belyse virksomhedernes investerings- og finansieringsmønstre. De finansielle investeringer (ændring i aktiver) og reale investeringer (bruttoinvesteringer) kan finansieres dels via intern finansiering (bruttoopsparing i virksomheden), dels via eks-

tern finansiering (ændring i passiver).

Intern finansiering er blevet vigtigere

Finansieringsmønstret for investeringerne har ændret sig siden eskaleringen af finanskrisen i 2008, så virksomhederne nu i overvejende grad finansierer sig internt, jf. figur 5. Tendensen findes også i euroområdet, men er mere markant i Danmark.

Figur 5. Ikke-finansielle virksomheders investering og finansiering



Anm. 1 pct. af BVT og 4 kvrt. glidende gennemsnit. Figuren udtrykker følgende sammenhæng i det danske nationalregnskab bruttoopsparing minus bruttoinvesteringer er lig transaktioner i aktiver minus transaktioner i passiver. For euroområdet gælder denne identitet dog endnu ikke helt eksakt (afvigelsen er her på ca. 2 pct. af BVT).

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Danmarks Statistik, Nationalbanken og ECB, jf. Nationalbanken (2010).

Især de korte lån er nedbragt

Det seneste år har virksomhederne nedbragt den del af den eksterne finansiering, der kommer fra korte lån, dvs. typisk fra et pengeinstitut eller fra koncerninterne lån. Nedbringelsen af de korte lån kan både udtrykke en stramning af kreditgivningen eller en reduceret låneefterspørgsel. Det tilbageværende finansieringsbehov er sket gennem lange lån bl.a. i realkreditinstitutter. Endelig er der sket en vis begrænset finansiering gennem virksomhedsobligationer mv.

Udviklingen i lånene i de finansielle konti dækker ikke kun over lån fra penge- og realkreditinstitutter bosiddende i Danmark, men også over lån fra udlandet. Sammenligner man långivningen alene fra danske penge- og realkreditinstitutter mv. (MFI'erne),

er denne også faldet mere end for euroområdet det seneste år. Til gengæld var låntagningen også større end i euroområdet før krisen. Nedbringelsen af lån kan være udtryk for problemer med at opnå finansiering. Omvendt kan ændringen i finansieringsmønstret også være udtryk for en nedbringelse af omkostningerne, idet korte lån som regel er dyrere end lange lån, der igen er dyrere end intern finansiering.

Endelig peger Nationalbanken (2009) på, at set over et langt perspektiv (1999-2007) benytter Danmark sig også mere af intern finansiering end euroområdet. Det kan evt. forklares med, at mange virksomheder i Danmark er ejet af erhvervsdrivende fonde, således at virksomhederne i større omfang end i udlandet kan finansiere sig internt.

Økonomi- og Erhvervsministeriet (2011) belyser løbende kreditmulighederne for husholdninger og erhverv.

Små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering

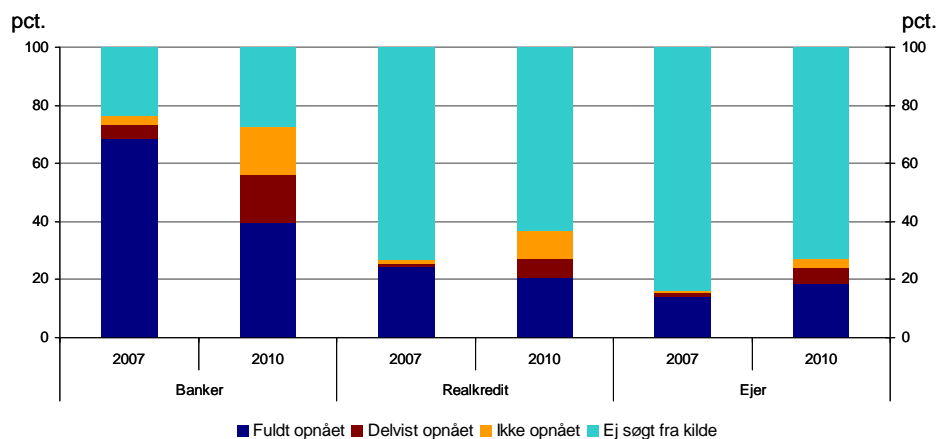
Små og mellemstore virksomheder er karakteriseret ved at have en større andel af gæld i forhold til den samlede balance end store virksomheder. Mindre virksomheder anvender desuden forholdsvis mere ekstern finansiering via penge- og realkreditinstitutter, jf. Nationalbanken 2009. Dermed er små og mellemstore virksomheder også mere afhængige af penge- og realkreditinstitutters kreditpolitik, da de større virksomheder kan have bedre muligheder for intern finansiering og andre finansieringsmuligheder i form af bl.a. virksomhedsobligationer eller aktier.

Mindre virksomheder har vanskeligere ved at få lån i banken efter krisen

Danmarks Statistik har i december 2010 offentliggjort en undersøgelse af små og mellemstore virksomheders finansieringsmønstre. Den danske undersøgelse indgår i en større europæisk undersøgelse, hvor de samlede resultater forventes offentliggjort i 2012. Den danske undersøgelse belyser virksomhedernes anvendelse af forskellige finansieringskilder, og i hvilket omfang virksomhederne opnåede lån i medio 2009/2010 sammenlignet med 2007. Resultaterne er overordnet, at flere virksomheder søgte finansiering, uanset finansieringsform, i 2009/2010 sammenlignet med 2007. Undersøgelsen, der er baseret på 2265 virksomheder, peger navnlig på, at det er blevet vanskeligere for virksomhederne at finansiere sig efter finanskrisen, jf. figur 6. Det gør sig særligt gældende for de virksomheder, der søgte lån i banker. Der er således et markant fald i andelen af virksomheder, der fuldt opnåede lån i banker. Faldet opvejes ikke, af, at flere virksomheder har søgt finansiering, så samlet set har færre virksomheder opnået lån. Den vanskeligere adgang til lån hænger sammen med, at virksomhedernes muligheder for at stille sikkerhed for lån er reduceret efter krisen, jf. nedenfor.

Undersøgelsen bekræfter dermed det billede, som Nationalbankens udlånsundersøgelse af den finansielle sektor også peger på, nemlig at der skete en stramning af penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik over for virksomhedernes efter den finansielle krise.

Figur 6. Udfald af søgt lånefinansiering fra udvalgte lånefinansieringskilder



Anm.: En virksomhed kan samtidig søge lånefinansiering fra flere kilder. I 2010 søgte 70 pct. af lånesøgende virksomhederne lånefinansiering fra banker, 24 pct. fra realkreditinstitutter, 16 pct. fra ejere og 11 pct. fra andre lånekilder.

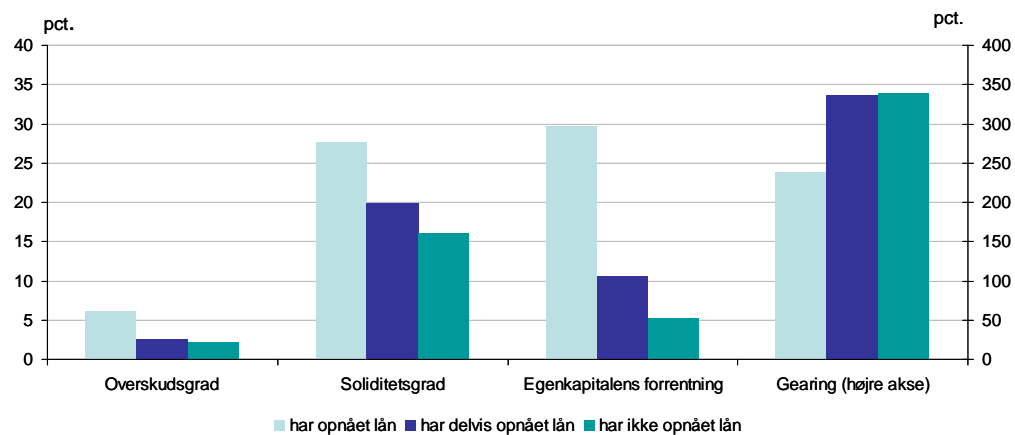
Kilde: Danmarks Statistik (2010).

Andelen af virksomheder, der søgte lånefinansiering, steg fra 19 pct. i 2007 til 24 pct. i 2009/2010. Heraf opnåede 70 pct. af ansøgerne til banklån fuldt lån, mens andelen var faldet til 38 pct. i 2009/2010, jf. figur 6.

Der er en sammenhæng mellem opnåelse af lån og virksomhedens nøgletal

Bevillingen af lån afhænger af en række nøgletal fra virksomhedens regnskaber som overskudsgrad, soliditet og gearing mv. Når virksomhederne skal søge om lån i banken, vil grundlaget for vurderingen bl.a. være det sidst foreliggende årsregnskab. Derfor vil grundlaget for adgangen til finansieringen i 2009/2010 være årsregnskaber for 2008, der også er det sidste år med tilgængelige årsregnskaber. En kobling af Danmarks Statistiks undersøgelse med virksomhedernes regnskaber viser således, at de virksomheder, der opnår lån, har en højere overskudsgrad, højere forrentning af egenkapitalen og en lavere gearing end de virksomheder, der kun delvis eller slet ikke opnår lån, jf. figur 7. Den forværring af virksomhedernes nøgletal, der skete i perioden fra 2007 til medio 2009/2010, er således med til at forklare, at virksomhederne i samme periode havde sværere ved at opnå ekstern finansiering.

Figur 7. Udfald af finansiering og nøgletal



Anm.: Nøgletallene vedrører regnskabstal for 2008 for virksomheder, som søgte lånefinansiering i banker og realkreditinstitutter i 2009/2010. I beregningerne indgår kun virksomheder, hvor oplysningerne stammer fra spørgeskemaer udfyldt af virksomheden selv eller fra SKATs registre. Det reducerer antal virksomheder i stikprøven til 1998 virksomheder. Nøgletallene er angivet som en medianværdi. Overskudsgrad er ordinært resultat i forhold til omsætning, soliditetsgrad er egenkapital i forhold til samlede passiver, egenkapitalens forrentning er resultat efter skat i forhold til egenkapital og gearing er gæld i forhold egenkapital.

Kilde: Danmarks Statistik, Økonomi- og Erhvervsministeriets Virksomhedsdatabase og egne beregninger.

Litteratur

Økonomi- og Erhvervsministeriet (2011): Redegørelse om udviklingen i kreditmulighederne i Danmark, 1. halvår 2010.

Danmarks Statistik (2010): Små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering, december 2010; publikationen er tilgængelig via www.dst.dk/ivaerk.

OECD (2010a): The impact of the economic crisis on potential output. Working party No. 1 on Macroeconomic and Structural Policy Analysis.

OECD (2010b): Economic Outlook 85, Chapter 4, Box 4.1.

Nationalbanken (2003): Kreditkanalen i pengepolitiske analyser, Kvartalsoversigt 4. kvartal 2003.

Nationalbanken (2009): Danske virksomheders finansiering i et makroøkonomisk perspektiv, Working paper no. 62.

Nationalbanken (2010): Finansiering, investering og forbrug i Danmark og euroområdet, Kvartalsoversigt 2. kvartal 2010.

ECB (2011): Financing obstacles among Euro Area firms. Who suffers the most Working Paper No 1293.