

---

## Den internationale finansielle krise

---

I mere end et år har den internationale finansielle krise raset med varierende styrke. I lang tid var vurderingen, at krisen var begrænset til enkelte dele af det finansielle system, og selv om der kunne opstå betydelige tab for flere banker og finanshuse, var den finansielle stabilitet som sådan ikke truet. Korrektionerne på de finansielle markeder kunne faktisk være gavnlige for finansiell stabilitet, idet de kunne føre til bedre risikostyring i bankerne og mere korrekt prisfastsættelse af risiko.

Dette billede ændredes i efteråret 2008, hvor den finansielle krise for alvor tog fart og blev en reel trussel mod den finansielle stabilitet i USA og Europa. Regeringer og centralbanker verden over har reageret resolut og gennemført en række tiltag i forhold til enkeltinstitutioner, og der er vedtaget en række generelle redningspakker. Det primære formål er at få kortsluttet den proces, hvor de finansielle markeder går i panik, tilliden forsvinder, og der skabes en negativ spiral med store realøkonomiske konsekvenser. Danmark har i lighed med de fleste andre europæiske lande indført en statsgaranti for bankernes simple kreditorer.

Den internationale finansielle krise har fået et pusterum med de forskellige landes statsgarantier, men dermed er krisen formentlig ikke overstået. Der vil fortsat ske en tilpasning af de finansielle institutioners balancer, som vil kunne give store bevægelser på de finansielle markeder. Derudover vil krisen spille tilbage på realøkonomien og medvirke til lav vækst i en periode, hvilket alt andet lige vil forøge de finansielle institutioners tab.

Krisen vil få konsekvenser for den fremtidige indretning og regulering af den finansielle sektor, såvel nationalt som internationalt, men det er endnu for tidligt at drage konklusioner. Det vil først kræve en yderligere analyse af årsagerne til krisen. Der er dog ingen tvivl om, at kravene til finansielle institutioners kapital i forhold til risikotagning vil blive strammet.

Et centralt problem fremadrettet vil være, hvorledes de mange forskellige statsgarantier igen bliver afviklet. Der vil formentlig blive behov for en internationalt koordineret indsats, hvor det sikres, at de indbyrdes konkurrenceforhold mellem landene ikke forrykkes.

---

### **KRISEN UDSPRANG AF DET AMERIKANSKE BOLIGMARKED**

---

Årene op til den internationale finansielle krise var kendetegnet ved bankers høje udlånsvækst og gearing af egenkapital. Renterne var lave

og likviditeten rigelig. Mange banker øgede udlånene langt over indlå-  
nene og fik dermed betydelige indlånsunderskud og blev afhængige af  
finansiering på de finansielle markeder. De makroøkonomiske forhold  
var desuden generelt gunstige, og i mange lande var boligpriserne kraf-  
tigt stigende. Samtidig gjorde finansiell innovation det muligt at sælge  
kreditrisiko videre.<sup>1</sup> Banker fokuserede på den forventede fortsatte  
vækst i prisen på bagvedliggende sikkerheder, herunder boligpriser,  
frem for låntagers kreditværdighed. Disse forhold medvirkede til, at li-  
kviditets- og kreditrisici generelt blev undervurderet.

Den internationale finansielle krise tog sin begyndelse i sommeren 2007  
og udsprang af tab på det amerikanske marked for subprime boliglån.  
Der var tale om et stort, men dog afgrænset finansielt marked. Med ud-  
viklingen af nye finansielle instrumenter var tabsrisikoen imidlertid blevet  
spredt ud over mange forskellige typer af investorer. Usikkerhed om, hvor  
tabene lå, og hvilke finansielle institutioner der var eksponerede over for  
mulige tab, gav nervøsitæt på de finansielle markeder. Mistillid mellem  
bankerne førte til tilbageholdenhed med hensyn til at yde usikrede lån på  
pengemarkederne. Deltagerne bestræbte sig på at sikre egen likviditet og  
var samtidig tøvende med at låne ud til modparter, især med længere  
løbetider. I løbet af august 2007 blev spændet mellem sikrede og usikrede  
3-måneders pengemarkedsrenter mangedoblet, jf. figur 1.

Centralbanker verden over har i flere omgange forsøgt at modgå den  
stramme likviditet på pengemarkederne ved at udvide lånemulighederne.  
For at inddæmme krisen har centralbankerne således udvidet viften  
af accepterede sikkerheder, tilbudt nye lånefaciliteter, og for at forbed-  
re likviditeten i andre valutaer har de indbyrdes indgået aftaler om at  
udveksle valuta (swapaftaler).

Resultatet har i vid udstrækning været, at bankerne har øget låntag-  
ningen i centralbankerne, uden at udvekslingen af likviditet mellem  
banker er steget, og dermed er pengemarkederne flyttet ind på central-  
bankernes balance.

Den spændte situation har det forløbne år bølget henover de interna-  
tionale finansielle markeder med varierende styrke, som det illustreres  
ved udviklingen i bankernes CDS-spænd<sup>2</sup>, jf. figur 2. CDS-spænd afspejler  
bl.a. markedets forventning til, at en bank går konkurs eller misligholder  
sine forpligtelser.

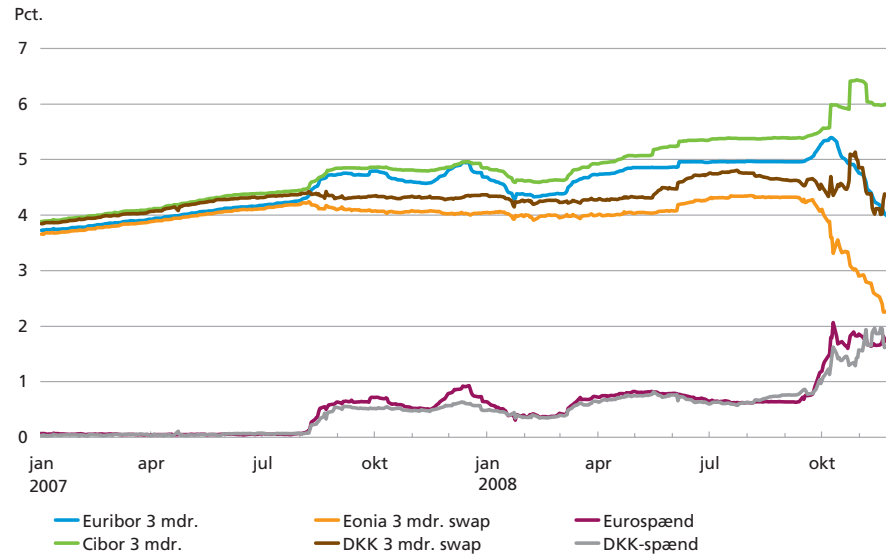
---

<sup>1</sup> Se Jakob Windfeld Lund, Uro på de finansielle markeder, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2007.

<sup>2</sup> En Credit Default Swap, CDS, er et finansielt instrument, der bl.a. anvendes til afdækning af kreditrisikoen på fx en bank. Udviklingen på en banks CDS-spænd, der typisk måles ved den årlige betaling pr. pålydende værdi af referenceaktivet, afspejler således markedets vurdering af den pågældende banks sandsynlighed for konkurs inden for en given periode. Alt andet lige betyder højere CDS-spænd, at markedet vurderer, at bankens konkurssandsynlighed er øget. For uddybning af CDS se Annemette Skak Jensen, Kreditderivater – Credit Default Swaps, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2008.

SIKREDE OG USIKREDE PENGEMARKEDSRENTER I EUROOMRÅDET OG DANMARK, 2007-08

Figur 1

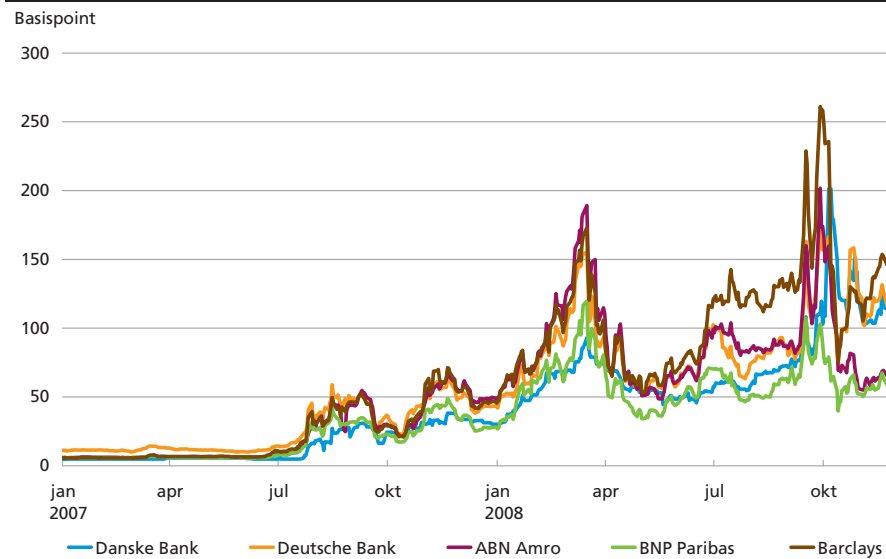


Kilde: Bloomberg.

Det har ofte været enkeltbegivenheder, som har været udløsende faktor i forhold til nye bølger af krisen. Boks 1 indeholder en kronologisk oversigt over udvalgte begivenheder i den internationale finansielle krise, herunder også danske begivenheder.

CDS-SPÆND FOR UDVALGTE EUROPÆISKE BANKER, 2007-08

Figur 2



Kilde: Bloomberg.

## UDVALGTE BEGIVENHEDER OP TIL OG UNDER FINANSKRISEN

Boks 1

**2. april 2007** New Century Financial, der var specialiseret i subprime-lån, indgiver konkursbegæring (Chapter 11).

**22. juni 2007** Bear Stearns annoncerer, at banken har stillet op til 3,2 mia.dollar til rådighed for hedgefonden High-Grade Structured Credit Fund, mens hedgefonden High-Grade Structured Credit Enhanced Leverage Fund vil blive nedgearret på markedet uden økonomisk hjælp fra Bear Stearns.

**30. juli 2007** IKB Deutsche Industriebank (IKB) meddeler, at banken er blevet ramt af subprime-krisen. Rhineland Funding (conduit), der har en kreditfacilitet hos IKB, og i mindre omfang IKB selv, har investeret i strukturerede kreditprodukter relateret til amerikanske subprime-lån. IKBs hovedaktionær, KfW Banking Group, og tre tyske bankforeninger havde sammen med myndighederne etableret en redningspakke i dagene forud for 30. juli.

**9. august 2007** BNP Paribas suspenderer beregning af mark-to-market for tre pengemarkedsfonde, der er eksponeret over for subprime, og stopper amortiseringerne.

**9. august 2007** Den Europæiske Centralbank, ECB, tilføjer 95 mia.euro i pengemarkedet med dag-til-dag-løbetid. I de følgende dage foretages yderligere tre operationer på i alt knap 117 mia.euro.

**26. august 2007** Landesbank Baden-Württemberg meddeler, at banken pr. 1. januar 2008 overtager Sachsen LB, som har haft store tab på subprime-investeringer.

**14. september 2007** Bank of England meddeler, at den står klar med likviditetsstøtte til Northern Rock. Dette afføder et regulært stormløb på Northern Rock, som 17. september følges op af en statsgaranti på Northern Rocks eksisterende indskud.

**11. januar 2008** Bank of America annoncerer købet af Countrywide Financial.

**21. januar 2008** Sydbank overtager bankTrelleborg efter finansielle problemer i bankTrelleborg.

**13. februar 2008** IKB meddeler, at bankens portefølje er faldet så meget i værdi, at banken må reddes endnu en gang.

**17. februar 2008** Den engelske regering meddeler, at Northern Rock bliver midlertidigt nationaliseret.

**14. marts 2008** Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, og JPMorgan Chase stiller likviditet til rådighed for Bear Stearns. To dage senere annoncerer JPMorgan Chase, at de overtager Bear Stearns.

**10. juli 2008** Nationalbanken stiller en likviditetsgaranti til Roskilde Bank, og banken sættes til salg.

**11. juli 2008** IndyMac Bank, der havde fokus på boliglån, bliver overtaget af Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). IndyMac Bank er lokaliseret i Californien og har før overtagelsen haft store tab og været udsat for et regulært stormløb.

FORTSAT	Boks 1
<p><b>13. juli 2008</b> Federal Reserve stiller lånefacilitet til rådighed for realkreditselskaberne Fannie Mae og Freddie Mac.</p>	
<p><b>24. august 2008</b> Nationalbanken og Det Private Beredskab overtager Roskilde Banks aktiver og forpligtelser, bortset fra ansvarlig lånekapital og hybrid kernekapital.</p>	
<p><b>7. september 2008</b> The Federal Housing Finance Agency (FHFA) overtager kontrollen med Fannie Mae og Freddie Mac.</p>	
<p><b>15. september 2008</b> Nykredit Realkredit fremsætter anbefalet købstilbud på den samlede udestående aktiekapital i Forstædernes Bank. Købet gennemføres i oktober.</p>	
<p><b>15. september 2008</b> Lehman Brothers Holding indgiver konkursbegæring (Chapter 11).</p>	
<p><b>15. september 2008</b> Bank of America annoncerer købet af Merrill Lynch.</p>	
<p><b>16. september 2008</b> Federal Reserve stiller et lån på 85 mia.dollar til rådighed for AIG, mod at den amerikanske stat får en ejerandel på 79,9 pct. i AIG. Staten får vetoret vedrørende udbyttebetaling til ejere af både ordinære aktier og præferenceaktier.</p>	
<p><b>18. september 2008</b> Lloyds TSB annoncerer, at de vil overtage HBOS.</p>	
<p><b>20. september 2008</b> Det amerikanske finansministerium annoncerer en hjælpepakke, hvor staten bl.a. vil købe "problemaktiver" for op til 700 mia.dollar. Planen, den såkaldte TARP ("Troubled Asset Relief Program"), vedtages af Repræsentanternes Hus 3. oktober, efter en tidligere version af TARP blev nedstemt 29. september.</p>	
<p><b>21. september 2008</b> Goldman Sachs og Morgan Stanley opgiver deres status som investeringsbanker og bliver underlagt samme reguleringskrav som almindelige forretningsbanker.</p>	
<p><b>22. september 2008</b> ebh bank tilføres likviditetsstøtte fra Nationalbanken og et antal private banker for at kunne fortsætte den daglige drift.</p>	
<p><b>25. september 2008</b> The Office of Thrift Supervision under det amerikanske finansministerium overtager kontrollen med Washington Mutual Bank, der samme dag overtages af JPMorgan Chase.</p>	
<p><b>29. september 2008</b> Roskilde Banks filialnet sælges til Nordea (9 stk.), Spar Nord Bank (7 stk.) og Arbejdernes Landsbank (5 stk.).</p>	
<p><b>29. september 2008</b> vestjyskBANK overtager Bonusbanken, hvis egenkapital anses for tabt. vestjyskBANK fusionerer samme dag med Ringkjøbing Bank.</p>	
<p><b>29. september 2008</b> Fortis meddeler, at regeringerne i Belgien, Luxembourg og Holland vil investere 11,2 mia.euro i de respektive dele af Fortis i de forskellige lande, hvorved regeringerne opnår en ejerandel på 49 pct. Derudover skal Fortis sælge sin andel i ABN Amro.</p>	
<p><b>29. september 2008</b> Bradford &amp; Bingley bliver nationaliseret. Detailindlånsporteføljen samt filialnettet bliver overtaget af Abbey National.</p>	

FORTSAT	Boks 1
<p><b>29. september 2008</b> Den islandske centralbank meddeler, at regeringen gennem centralbanken vil skyde egenkapital svarende til 600 mio.euro i Glitnir. Regeringen vil derefter eje 75 pct. af aktiekapitalen i Glitnir.</p>	
<p><b>29. september 2008</b> Hypo Real Estate meddeler, at de har fået kort- og mellemsigts kreditfaciliteter af et konsortium fra den tyske finansielle sektor. Få dage senere falder redningsforsøget dog fra hinanden, da de private banker trækker sig fra aftalen.</p>	
<p><b>29. september 2008</b> FDIC annoncerer, at Citigroup vil overtage bankdelen af Wachovia i en transaktion støttet af FDIC. Transaktionen bliver dog aldrig en realitet.</p>	
<p><b>30. september 2008</b> Dexia meddeler at have modtaget 6,4 mia.euro fra regeringerne i Belgien, Frankrig og Luxembourg samt eksisterende aktionærer.</p>	
<p><b>30. september 2008</b> Den irske regering annoncerer ubegrænset garanti af alle indskud, inkl. bankers gæld, særligt dækkede obligationer, seniorgæld og dateret efterstillet gæld. Omfattede banker skønnes at skulle betale tilsammen 1 mia.euro over to år.</p>	
<p><b>3. oktober 2008</b> Wells Fargo og Wachovia annoncerer, at de fusionerer uden nogen form for finansiel hjælp fra offentlige myndigheder.</p>	
<p><b>5. oktober 2008</b> Den danske regering annoncerer en redningspakke for banker i Danmark. Pakken indeholder ubegrænset statsgaranti af indskud og bankernes gæld med undtagelse af SDOer, aktiekapital, hybrid kernekapital og supplerende kapital. Deltagende banker, dvs. medlemmer af Det Private Beredskab, betaler op til 35 mia.kr. over to år.</p>	
<p><b>6. oktober 2008</b> BNP Paribas annoncerer, at banken har indgået en aftale om at overtage den belgiske, luxembourgske og internationale del af Fortis.</p>	
<p><b>6. oktober 2008</b> Hypo Real Estate meddeler, at der nu er indgået en ny aftale, hvor den tyske regering og den finansielle sektor tilsammen tilbyder en kreditfacilitet på 50 mia.euro. Regeringen stiller en garanti på 35 mia.euro.</p>	
<p><b>7. oktober 2008</b> Det islandske finanstillsyn annoncerer, at de har overtaget kontrollen med Glitnir og Landsbanki.</p>	
<p><b>8. oktober 2008</b> Storbritannien fremlægger redningspakke for den finansielle sektor, hvor der afsættes 50 mia.pund til rekapitalisering af nødlidende banker og 250 mia.pund til garanti af bankernes fremtidige låntagning med kort- og mellemfristet løbetid (ekskl. efterstillet gæld).</p>	
<p><b>8. oktober 2008</b> Koordineret rentenedsættelse fra en række centralbanker, herunder ECB, Federal Reserve, Bank of England og Sveriges Riksbank.</p>	
<p><b>9. oktober 2008</b> Det islandske finanstillsyn annoncerer, at de har overtaget kontrollen med Kaupthing.</p>	

FORTSAT	Boks 1
<p><b>12. oktober 2008</b> Eurolandene lancerer fælles principper for bankredninger, der bl.a. inkluderer mulighed for rekapitalisering af banker og midlertidig statsgaranti på fremtidig udstedelse af seniorbankgæld med løbetid op til 5 år. I kølvandet følger flere lande med lancering af redningspakker, og de 27 EU-landes regeringer bifalder principperne på et topmøde 15. oktober.</p>	
<p><b>14. oktober 2008</b> Det amerikanske finansministerium oplyser, at ni store amerikanske banker – på frivillig basis og til styrkelse af kapitalbasen – har solgt seniorpræferenceaktier til staten. Det samlede beløb udgør godt 125 mia.dollar fra TARP, mens 21 finansielle institutioner sælger for godt 30 mia.dollar i november.</p>	
<p><b>19. oktober 2008</b> ING meddeler, at de vil modtage 10 mia.euro fra den hollandske stat til styrkelse af kernekapitalen.</p>	
<p><b>30. oktober 2008</b> Morsø Bank overtager pr. 3. november aktiviteterne, ekskl. garantikapitalen, i Sparekassen Spar Mors, idet sparekassen ikke opfylder lovens kapitalkrav som konsekvens af betydelige nedskrivninger på udlån og et højt individuelt solvensbehov.</p>	
<p><b>10. november 2008</b> Den svenske stat overtager investeringsbanken Carnegie.</p>	
<p><b>13. november 2008</b> ebh bank meddeler, at bankens solvens er under lovkravet. 21. november overdrages aktiver og passiver (bortset fra aktiekapital og anden efterstillet gæld) til Afviklingsselskabet til Sikring af Finansiell Stabilitet A/S.</p>	
<p><b>23. november 2008</b> I en fælles erklæring fra det amerikanske finansministerium, FDIC og Federal Reserve stiller myndighederne en garanti på 306 mia.dollar til Citigroup. Citigroup tager alle tab op til 29 mia.dollar og 10 pct. af tab herover. Staten tilfører ligeledes yderligere 20 mia.dollar i kapital fra TARP.</p>	
<p><b>25. november 2008</b> Federal Reserve annoncerer køb af op til 600 mia.dollar realkreditobligationer og MBSer (mortgage-backed securities). Derudover lancerer centralbanken en ny facilitet TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility), der skal understøtte lån til mindre virksomheder, studielån, billån og kreditkortlån. Faciliteten får en ramme på op til 200 mia.dollar.</p>	

## DET SENESTE FORLØB

Finanskrisen eskalerede i september 2008, mere end et år efter dens begyndelse. Begivenhederne tog for alvor fart, da de amerikanske myndigheder overtog kontrollen med de amerikanske realkreditkæmper, Freddie Mac og Fannie Mae, der står for knap halvdelen af alle realkreditlån og -garantier på det amerikanske marked. Redningen reducerede forventningerne til tab på usikret gæld og udstedte obligationer fra de to institutioner, men medførte samtidig tab for aktionærerne. Freddie Macs og Fannie Maes problemer bragte andre banker i fokus, især store investeringsbanker med eksponering mod nødlidende aktiver og afhængighed af finansiering på kapitalmarkederne.

Investeringsbanken Lehman Brothers var betydeligt eksponeret mod erhvervsejendoms lån (commercial real estate), hvilket var en af årsagerne til, at flere investorer tvivlede på, at banken var tilstrækkeligt kapitaliseret. I løbet af september blev det vanskeligt for banken at opnå fortsat finansiering af sine aktiviteter. De amerikanske myndigheder valgte at undlade at redde Lehman Brothers, der 15. september måtte indgive konkursbegæring. Det rystede de finansielle markeder, som havde forventet en redning, som det havde været tilfældet med investeringsbanken Bear Stearns i foråret 2008. Som følge af Lehman Brothers' kompleksitet med et utal af finansielle kontrakter med andre finansielle institutioner og som følge af den grænseoverskridende struktur gav konkursen en kraftig negativ påvirkning af de finansielle markeder. Resultatet blev en yderligere forstærket uvilje blandt banker mod at låne usikret til hinanden. De globale pengemarkeder frøs fuldstændig til, og spændet mellem sikrede og usikrede pengemarkedsrenter blev øget til næsten 200 basispunkter, jf. figur 1.

Senere samme uge annoncerede den amerikanske finansminister Paulson en plan, som bl.a. indeholdt opkøb af problemaktiver fra finansielle institutioner for 700 mia.dollar. Den endelige lov kunne underskrives af præsident Bush den 3. oktober.

Europa blev også ramt af det stigende pres. Inden udgangen af september måtte flere europæiske banker have akutte kapitalindsatser, overvejende fra de respektive landes regeringer. Værst gik det Island, hvor hele det finansielle system kollapsede, og de tre store islandske banker<sup>1</sup> blev overtaget af de islandske myndigheder, jf. omtale side 4.

Med hver af disse begivenheder steg andre institutioners sårbarhed, dels på grund af den indbyrdes afhængighed, som kendetegner det finansielle system, og dels fordi tilliden til, at andre institutioner kunne overleve, blev mindre. Bankerne forsøgte at reducere deres eksponeringer mod andre finansielle institutioner, og løbetider på bankernes lån til hinanden blev kortere.

De finansielle markeder befandt sig i en tilstand af panik. Investorer, banker og andre finansielle institutioner holdt brandudsalg af aktiver for at skaffe likviditet, hvilket medvirkede til yderligere faldende aktivpriser. De ekstremt volatile markeder gav anledning til, at der blev spekuleret i yderligere faldende priser, hvilket forstærkede krisestemningen. Flere lande, herunder USA og England, indførte i løbet af september midlertidige forbud mod kortsalg<sup>2</sup> af finansielle aktier i et forsøg på

---

<sup>1</sup> Kaupthing, Glitnir og Landsbanki.

<sup>2</sup> Kortsalg vil sige, at en investor sælger en aktie, han ikke ejer, mod at købe den tilbage på et senere tidspunkt. Investor tjener penge, hvis værdifaldet i aktien overstiger betalingen for at have lånt den.

at stoppe prisfaldene og de urolige markedsforhold.<sup>1</sup> Danmark fulgte 13. oktober 2008 efter med et generelt forbud mod kortsalg af danske pengeinstitutaktier.

Det stod klart, at den internationale finansielle krise udgjorde en reel trussel mod den finansielle stabilitet. Samtidig var der ikke længere blot tale om en likviditetskrise, som centralbankerne kunne afhjælpe ved at tilføre likviditet til markederne. Krisen stak dybere, der blev sat spørgsmål ved bankers solvens, og der var behov for helt ekstraordinære tiltag, hvis roen og tilliden på de finansielle markeder skulle genskabes.

I Europa var Irland først med en statsgaranti af banksektoren. Denne blev annonceret den 30. september og omfattede seks navngivne irske banker. Skridtet var af de irske myndigheder begrundet i hensynet til den finansielle stabilitet i Irland og irsk økonomi. Garantien omfattede i første omgang ikke filialer af udenlandske banker, som derved blev sat under pres på det irske marked.

Det irske tiltag satte gang i en regulær sneboldeffekt i Europa, og de fleste EU-lande, inkl. Danmark, har i den forløbne periode været nødsaget til at garantere hele eller dele af deres banksektor. Der er tale om en stor variation i statsgarantier, både hvad angår løbetid, dækkede institutioner og dækkede fordringer. Bilaget side 39 indeholder en oversigt over redningspakker i USA og i de europæiske lande.

Globalisering af de finansielle markeder har medvirket til, at også lande, hvis banker har ført en relativt konservativ udlånspolitik, har været nødt til at udstede statsgarantier. Det skyldes, at finansieringsforholdene er blevet strammere for alle, og det er vanskeligt at stå udenfor, når andre lande giver statsgarantier til deres banker. Investorer, indskydere og andre banker vil generelt, men især i disse usikre tider, søge mod lande, hvor der er statsgaranti. Dette illustrerer vigtigheden af en koordineret indsats, når problemerne er globale.

Eurolandene blev 12. oktober enige om fælles principper for bankredninger, og de øvrige EU-lande tilsluttede sig principperne den 15. oktober. EU-landene får mulighed for rekapitalisering af banker og kan udstede en midlertidig statsgaranti på bankers fremtidige låntagning med løbetid op til 5 år. Redningspakkerne skal være indrettet således, at de ikke er konkurrenceforvridende, og der er lagt vægt på, at bankerne skal betale for garantierne.

G20-landene<sup>2</sup> blev 15. november enige om fem grundprincipper for, hvordan den finansielle krise skal adresseres. Principperne overlapper i

---

<sup>1</sup> Det amerikanske forbud mod kortsalg udløb 17. oktober 2008.

<sup>2</sup> G20 består af finansministre og centralbankchefer fra følgende 19 lande: Argentina, Australien, Brasilien, Canada, Frankrig, Indien, Indonesien, Italien, Japan, Kina, Mexico, Rusland, Saudi Arabien, Storbritannien, Sydafrika, Sydkorea, Tyrkiet, Tyskland og USA. EU er det 20. medlem og repræsenteres af henholdsvis Europa-Kommissionen og Den Europæiske Centralbank.

høj grad det, som EUs stats- og regeringschefer er blevet enige om. De fem principper er:

- Øget transparens og styrkelse af regnskabspligt
- Styrkelse af god regulering
- Fremme af finansielle markeders integritet
- Styrkelse af internationalt samarbejde
- Reformer af internationale finansielle institutioner.

## **FORLØBET AF DEN FINANSIELLE KRISE I DANMARK**

---

Likviditetsstøtten til Roskilde Bank i juli 2008 og overtagelsen af banken den 24. august bragte Danmark i et uheldigt fokus på de internationale finansielle markeder. Roskilde Bank havde haft en meget stor eksponering på ejendomsmarkedet i en uheldig kombination med en lemfældig kreditkultur, som endte med at give banken solvensproblemer. Der var på den måde tale om selvskabte problemer, som var uafhængige af den internationale finansielle krise. Men under den internationale uro var det vanskeligt for udenlandske investorer at vurdere, om Roskilde Bank var et særtilfælde.

Dermed blev det generelt særdeles vanskeligt – faktisk umuligt – for små og mellemstore danske banker at finansiere sig i udlandet, og samtidig reagerede danske banker ved at begrænse den indbyrdes likviditetsudveksling yderligere. Hertil kom, at store aftaleindlån fra kommuner, virksomheder og privatpersoner flyttede væk fra de små og mellemstore banker. Nationalbankens tiltag for at øge bankernes lånemuligheder, jf. boks 2, kunne ikke dække de enkelte bankers store indlånsunderskud. Resultatet blev, at mange banker hutlede sig igenem ved at rulle store finansieringsbeløb foran sig, dvs. at de hver dag skulle refinansiere store beløb frem til næste dag. Det gav meget stor sårbarhed.

Den 5. oktober indgik regeringen en aftale med Dansk Folkeparti, Socialdemokraterne og Det Radikale Venstre samt med den finansielle sektor, der skulle sikre fortsat finansiell stabilitet i Danmark. Med aftalen, som blev vedtaget ved lov den 10. oktober, spænder staten sammen med den finansielle sektor et sikkerhedsnet ud, så alle indskydere og andre simple kreditorer får fuld sikkerhed for deres tilgodehavender i pengeinstitutter i Kongeriget Danmark, idet staten går ind og garanterer alle indskydere og andre simple kreditorer.

Den finansielle sektor (Det Private Beredskab) skal bidrage til ordningen med op til 35 mia.kr., svarende til ca. 2 pct. af BNP. Det Private Beredskab stiller en kaution til dækning af tab på 10 mia.kr. (selvrisiko) og betaler derudover en markedskonform garantiprovision på 7,5 mia.kr.

## NATIONALBANKENS TILTAG

Boks 2

**Lån mod sikkerhed i låneobligationer**

I maj 2008 oprettede Nationalbanken en midlertidig lånefacilitet, hvor penge- og realkreditinstitutter kan belåne særlige låneobligationer udstedt af pengeinstitutter i Kongeriget Danmark. Renten ved belåning af låneobligationer er under normale omstændigheder Nationalbankens udlånsrente plus 2 procentpoint.

Det enkelte penge- eller realkreditinstitut kan belåne erhvervede låneobligationer i Nationalbanken op til en samlet ramme på 25 pct. af instituttets kernekapital ultimo 2007. Institutet kan dog højst belåne låneobligationer udstedt af en enkelt udsteder svarende til 75 pct. af det udstedende instituts kernekapital ultimo 2007. Ved belåning i Nationalbanken fratrækkes 10 pct. af den nominelle værdi af låneobligationerne. Låneobligationer, der er belånbare i Nationalbanken, kan medregnes til et långivende pengeinstituts likviditet, jf. § 152 i lov om finansiel virksomhed, frem til en måned inden facilitetens udløb 30. september 2010.

**Midlertidig lånemulighed på basis af overskydende lovmæssig solvens**

Penge- og realkreditinstitutter kan frem til 30. september 2010 låne i Nationalbanken på basis af deres overskydende lovmæssige solvens.

Institutterne kan låne et beløb svarende til deres overskydende lovmæssige solvens, dvs. forskellen mellem basiskapital og solvensbehov, med fradrag af en margin på 1 procentpoint. Den maksimale låneramme er almindeligvis 800 mio.kr. Renten på lånet er Nationalbankens udlånsrente plus 2 procentpoint.

Et institut kan midlertidigt opnå tilsagn om låneramme på baggrund af en ledelseserklæring og en revisorerklæring om aftalte arbejdshandlinger samt afgivelse af likviditetsbudget og udlånsudvikling på månedlig basis. Et institut, der har fået bevilget en låneramme i Nationalbanken, bestemmer herefter ved den ugentlige lånoptagelse, hvor meget det vil låne inden for lånerammen. Lånerammen kan medregnes i instituttets likviditet, jf. § 152 i lov om finansiel virksomhed, frem til en måned inden udløb af lånemuligheden.

**Midlertidig udvidelse af sikkerhedsgrundlaget ved lån i Nationalbanken**

Nationalbanken har også midlertidigt udvidet sikkerhedsgrundlaget for penge- og realkreditinstitutters lån i Nationalbanken (pengepolitiske lån og intradag-kredit) med en række nye typer af værdipapirer. Udvidelsen ophører 30. september 2010.

**Swapaftaler med den amerikanske og Den Europæiske Centralbank**

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, har indgået aftaler med en række centralbanker, herunder Nationalbanken, om midlertidige gensidige valutaaftaler (swap lines). Swapaftalen mellem Federal Reserve og Nationalbanken beløber sig til i alt 15 mia.dollar og løber til 30. april 2009. For at forbedre likviditeten i markederne for kort likviditet i euro har Nationalbanken indgået en lignende aftale med Den Europæiske Centralbank. Aftalen er på i alt 12 mia.euro og løber, så længe det er nødvendigt.

pr. år. Der er etableret et afviklingselskab, der tager hånd om nødlidende pengeinstitutter. Afviklingselskabet vil i tilfælde af, at et pengeinstitut ikke opfylder lovens solvenskrav, og der ikke er mulighed for at finde en holdbar privatsektorløsning, skyde kapital ind i et nyoprettet

datterselskab, som overtager og afvikler pengeinstituttet. Overstiger de skønnede tab inkl. forrentning af indskudt kapital i afviklingsselskabet den stillede kaution og den betalte garantiprovision, skal Det Private Beredskab via en forhøjet garantiprovision dække yderligere tab på 10 mia.kr.

I aftalen om finansiell stabilitet lægges der endvidere vægt på, at sikkerhedsnettet skal modsvares af, at den finansielle sektor udviser tilbageholdenhed og bruger de næste to år på konsolidering. Aftalen indeholder derfor et forbud mod udbyttebetaling fra pengeinstitutter og et stop for nye tilbagekøbsprogrammer af egne aktier. Nye aktieoptionsprogrammer må ikke indgås, og eksisterende må ikke forlænges. Ordningen løber til og med 30. september 2010.

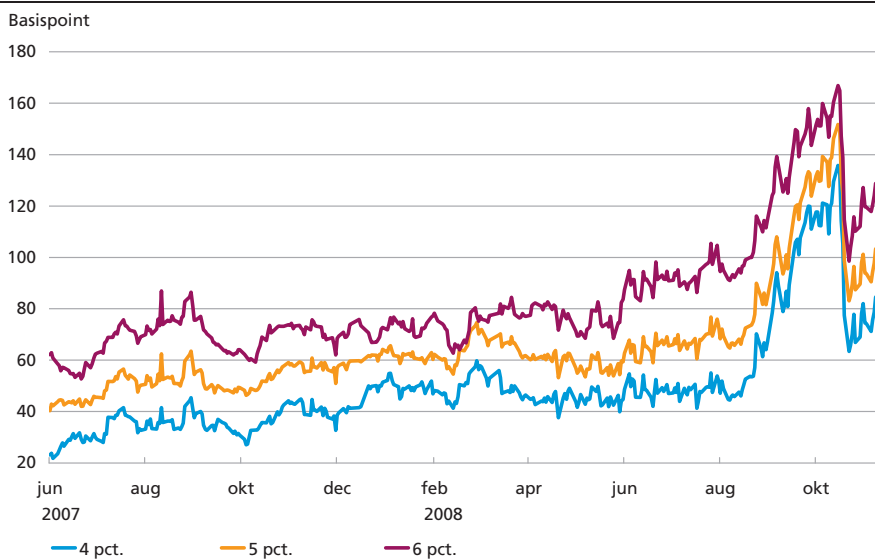
## AFTALE OM FINANSIELL STABILITET PÅ PENSIONSOMRÅDET I DANMARK

I løbet af oktober opstod der uro omkring danske realkreditobligationer, og der skete en markant udvidelse af spændet i forhold til statsobligationer, jf. figur 3.

De unormale markedsforhold bragte flere pensionselskaber i en situation, hvor de blev nødt til at sælge ud af deres beholdning af danske realkreditobligationer. Et stort frasalg af danske realkreditobligationer ville kunne få alvorlige konsekvenser for pensionsopspare og bolig-

OAS-SPÆND TIL STATOBLIGATIONER FOR NYKREDITS KONVERTERBARE 30-ÅRIGE REALKREDITOBLIGATIONER MED FORSKELLIGE KUPONER

Figur 3



Anm.: OAS viser det optionsjusterede spænd til swaprentekurven i basispoint.  
Kilde: Nordea Analytics.

ejere i form af faldende kurser og stigende renter. På den baggrund aftalte Økonomi- og Erhvervsministeriet og Forsikring & Pension den 31. oktober at iværksætte en række initiativer, som skal sikre markedsstabilitet og forebygge systematisk frasalg af danske realkreditobligationer:

- Realkreditrenten vil midlertidigt indgå i den rentekurve, som pensions-selskaberne skal bruge til at beregne deres forpligtelser med. Det vil modvirke den betydelige stigning i hensættelserne, der har været en følge af den usædvanlige renteutvikling.
- For at fremme en konsolidering af sektoren sættes der loft over selskabernes bonuspolitik og fastlæggelse af kontorenter.
- Pensions-selskaberne kan i beregningen af deres individuelle solvensbehov i forsvarligt omfang tage højde for den resultatforbedring, selskaberne vil opnå, når situationen normaliseres.
- Brugen af Finanstilsynets gule "trafiklys" afvikles for at undgå uheldig markedsadfærd. I stedet skal pensions-selskaberne i lighed med andre danske finansielle virksomheder indsende kvartalsregnskaber med oplysning om forbrug af reserver til Finanstilsynet.

Aftalen har haft en markant positiv effekt på prisen for real-kreditobligationer, og en stor del af spændvidelsen er reverseret, jf. figur 3.

## AFRUNDING

---

Redningspakkerne i en række lande har haft en positiv effekt på pengemarkederne. De fleste indikatorer viser således, at den accelererende forværring af udviklingen er stoppet, og situationen er stabiliseret. Nervositeten for forestående bankkonkurser er aftaget.

På det danske pengemarked spores en positiv effekt af den danske redningspakke, hvilket bl.a. har givet sig udslag i, at bankerne har nedbragt deres beholdning af indskudsbeviser og deres folioindestående i Nationalbanken. Flere banker beretter desuden om en opblødning i deres adgang til likviditet efter redningspakkens vedtagelse.

Derimod er spændet mellem sikrede og usikrede pengemarkedsrenter på stort set samme niveau, som før pakken blev vedtaget, hvilket også er tilfældet i euroområdet, jf. figur 4. Genskabelse af tillid mellem bankerne må formodes at være en langvarig proces, hvorfor redningspakkerne kun langsomt vil forbedre markedsforholdene.

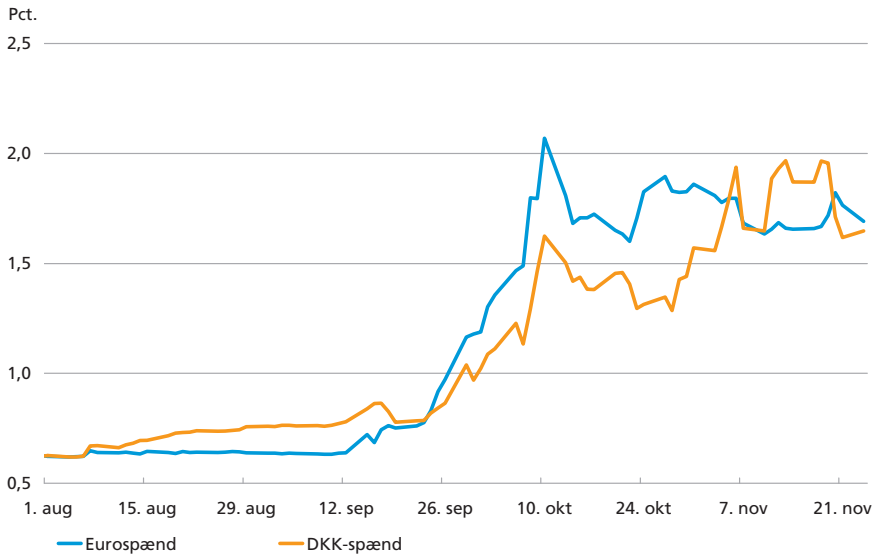
Med statens garanti over for bankernes simple kreditorer er der indtil videre skabt et godt grundlag for, at bankerne igen kan finansiere sig på de nationale og de internationale finansielle markeder. Det vurderes dog at kunne blive nødvendigt, at der i Danmark, på linje med hvad der

---

**SPÆND MELLEMLIKREDE OG USIKREDE PENGEMARKEDSRENTER,  
3 MÅNEDERS LØBETID, 2008**


---

Figur 4



Kilde: Bloomberg.

er gjort i andre lande, gennemføres en midlertidig ordning, hvor der som supplement til den kapital, der kan rejses på det private marked, kan ske en midlertidig kapitaltilførsel til veldrevne danske pengeinstitutter på vilkår, der er så tæt på de markedsmæssige som muligt.

**BILAG: OVERSIGT OVER UDVALGTE BANKREDNINGSPAKKER**

Land	Indskydergaranti (private indskud)	Garanti for bankers gæld	Rekapitalisering
Belgien	100.000 EUR	Garanti på refinansiering af gæld med løbetid indtil 31.oktober 2011. Systemisk vigtige og tilstrækkeligt kapitaliserede banker.	Ad hoc-rekapitalisering af banker i nød.
Bulgarien	50.000 EUR	Interbank-lån.	
Cypern	100.000 EUR	Tilkendegivet at ville støtte banker i vanskeligheder	Tilkendegivet at ville støtte banker i vanskeligheder.
Danmark	Ubegrænset garanti	Ubegrænset garanti af bankernes gæld med undtagelse af særligt dækkede obligationer, efterstillet kapital og hybridkapital. Banker betaler op til 35 mia.kr. over 2 år. Dækker medlemmer af Det Private Beredskab.	
Estland	50.000 EUR		
Finland	50.000 EUR	50 mia.EUR. Nye gældudstedelser med løbetid op til 5 år. Betaling til staten sker på markedsvilkår. Dækker solvente finske banker.	4 mia.EUR. Renten på kapitalindskud fra staten skal sikre, at den finske stat modtager tilstrækkelig kompensation for risikoen.
Frankrig*	Politisk: Ubegrænset garanti	Oprettelse af fond på 320 mia.EUR til refinansiering af interbank-lån.	Oprettelse af statsejet selskab på 40 mia.EUR til rekapitalisering. Indskydes i banker mod præferenceaktier, som efterstillet kapital eller mod almindelige aktier.
Grækenland	Juridisk: 100.000 EUR Politisk: Ubegrænset garanti	15 mia.EUR. Nyudstedt gæld med løbetid op til 5 år. Gebyr på 100-150 basispoint eller et gebyr afspejlende modpartens kreditrisiko.	5 mia.EUR. Præferenceaktier med tilbagekøbsoption efter minimum 5 år og bærende en rente på 10 pct.
Holland	100.000 EUR	200 mia.EUR. Interbank-lån og seniorgæld med løbetid fra 3 måneder til 3 år. Pris baseret på historiske CDS-spænd + 50 basispoint (løbetid under 1 år fast præmie på 50 basispoint). Dækker nationale banker og udenlandske datterbanker med væsentlige aktiviteter i Holland.	20 mia.EUR
Irland	Ubegrænset garanti	Ubegrænset garanti af bankers gæld inkl. særligt dækkede obligationer, seniorgæld og dateret efterstillet gæld. Omfattede banker skønnes at skulle betale 1 mia.EUR over de to år, som garantien løber.	

Land	Indskydergaranti (private indskud)	Garanti for bankers gæld	Rekapitalisering
Island	Ubegrænset garanti for indskud i islandske banker. Ca. 20.000 EUR for indskud i filialer i EU.		
Italien*		Garantien dækker nye udstedelser med løbetid op til 5 år. Pris fastsættes på markedsvilkår. Banker hjemmehørende i Italien.	Mulighed for, at den italienske stat kan yde kapitaltilskud mod at modtage præferenceaktier.
Letland	50.000 EUR		
Litauen	100.000 EUR		
Luxembourg	100.000 EUR		
Malta	100.000 EUR		
Norge*			Swapaftale (350 mia.NOK) mellem banker og den norske stat (særligt dækkede obligationer for statsobligationer). Norske banker og filialer af udenlandske banker kan gøre brug af ordningen.
Polen	50.000 EUR	Mulighed for at udstede statsgaranti.	Mulighed for midlertidigt ejerskab af nødlidende pengeinstitutter.
Portugal	Juridisk: 100.000 EUR Politisk: Ubegrænset garanti	20 mia.EUR. Nyudstedt gæld (ikke efterstillet kapital) med løbetid fra 3 måneder op til 3 år. Pris baseret på historiske CDS-spænd + 50 basispoint (løbetid op til 1 år fast præmie på 50 basispoint). Banker med hjemsted i Portugal er omfattet.	Mulighed for, at den portugisiske stat kan yde kapitaltilskud mod at modtage præferenceaktier.
Rumænien	50.000 EUR		
Schweiz	30.000 CHF	Tilkendegivet at ville garantere nye korte og mellemlange interbank-forpligtelser og pengemarkedstransaktioner.	Ikke et officielt program, men har fx hjulpet UBS.
Slovakiet	Ubegrænset garanti		
Slovenien	Ubegrænset garanti		
Spanien	100.000 EUR	Garanti for bankers gæld (inkl. interbankindskud) på 100 mia.EUR.	Oprettet en midlertidig fond på op til 50 mia.EUR til at købe "high quality"-aktiver af banker. Pris baseret på den underliggende risiko. Alle banker med aktiviteter i Spanien kan deltage i ordningen.

Land	Indskydergaranti (private indskud)	Garanti for bankers gæld	Rekapitalisering
Storbritannien	50.000 GBP	Ca. 250 mia.GBP. Garantien dækker nye gældsudstedelser med løbetid op til 3 år. Pris baseret på CDS-spænd + 50 basispoint.	50 mia.GBP er afsat til rekapitalisering.
Sverige	500.000 SEK	Garanti på nye mellemlange gældsudstedelser for 1.500 mia.SEK. Risikobaseret afgift. Banker og realkreditinstitutter er omfattet.	Stabilitetsfond på 15 mia.SEK. Kapitaltilskud mod at staten modtager præferenceaktier.
Tjekkiet	50.000 EUR		
Tyskland	Juridisk 20.000 EUR Politisk: Ubegrænset garanti	Etablering af fond, der kan stille garantier for 400 mia.EUR for nyudstedt gæld med løbetid op til 3 år. Markedsbaseret afgift. Solvente tyske finansielle institutioner og datterselskaber af udenlandske finansielle institutioner er dækket.	Fonden kan anvende op til 80 mia.EUR til rekapitalisering af finansielle institutioner gennem fx præferenceaktier.
Ungarn	Juridisk: 13 mio.HUF (ca. 50.000 EUR) Politisk: Ubegrænset garanti		
Østrig	Ubegrænset garanti	Fond på 85 mia.EUR oprettes til at garantere bankgæld.	Fond på 15 mia.EUR oprettes til rekapitalisering af banker.
USA	250.000 USD	Ubegrænset garanti for visse afviklingskonti og al usikret seniorgæld inkl. commercial paper og interbank-lån udstedt før 30. juni 2009. Garantiprogrammet er gratis de første 30 dage. Herefter betaler de deltagende institutioner 75 basispoint pr. år for nye udstedelser. For afviklingskonti tillægges en ekstrabetaling på 10 basispoint til den deltagende banks eksisterende risikorede indskydergarantipræmie.	700 mia.USD er afsat til køb af problemaktiver og rekapitalisering af finansielle institutioner gennem præferenceaktier.

\* Frankrig, Italien og Norge har ikke ændret indskydergaranti. De respektive landes indskydergaranti dækker 70.000 EUR, 103.000 EUR og 2 mio.NOK.