

DANMARKS NATIONALBANK

12. NOVEMBER 2018 — NR. 16

DISKUSSIONSOPLÆG TIL KONFERENCE OM MAKROPRUDENTIEL POLITIK

Spar op til dårlige tider i gode tider

Finanskrisen for ti år siden var forbundet med store samfundsøkonomiske omkostninger og – som følge deraf – øget politisk fokus på risici i det finansielle system som helhed og på, hvordan de kan forebygges og imødegås, dvs. makroprudentiel politik. Dette diskussionsoplæg giver et overblik over centrale karakteristika ved det danske finansielle system og peger på aktuelle udfordringer for makroprudentiel politik.



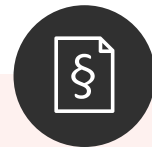
Rettidig omhu eller overforsigtighed?

I en verden præget af usikkerhed risikerer beslutningstagerne enten at reagere på potentielle sårbarheder, der aldrig materialiseres, eller at undlade at handle, hvilket i sidste ende kan føre til en krise.



Hvordan undgås de- regulering i perioder med optimisme?

Det er vanskeligt at bevise fordelene ved regulering, mens den øjeblikkelige virkning på låntagere og långivere er konkret. Når erindringen om krisen fortoner sig, kan det være fristende at læne sig tilbage eller ligefrem lempe reguleringen.



Hvad er makroprudentiel politik ikke?

Der er risiko for at komme til at lægge for stor vægt på den makroprudentielle politiks rolle i at behandle symptomerne på overdreven risikovillighed, i forhold til den rolle, som finans-, skatte- og strukturpolitik spiller med hensyn til at behandle årsagerne.

Finanskriser er dyre og har betydning for samfundsøkonomien og velfærden. Med den rette dosis kan makroprudentielle tiltag reducere sandsynligheden for og dybden af finanskriser – men i hvilket omfang og hvordan skal man dosere? Oplægget sætter rammerne for en aktuel diskussion af disse spørgsmål i en dansk kontekst på en konference om makroprudentiel politik 19. november 2018 (*link*).

Systemiske finansielle kriser er forbundet med betydelige samfundsøkonomiske omkostninger, og i Danmark var konjunkturedgangen i 2007-09 den værste siden Anden Verdenskrig. Ifølge nogle skøn svarede det samlede produktionstab i de fem år efter krisens udbrud til 12 pct. af bruttonationalproduktet, BNP.¹ Det stemmer godt overens med den akademiske litteratur, som har påvist, at konjunkturedgange, der opstår i kølvandet på finanskriser, er længere og dybere end konjunkturedgange, der ikke er relateret til finanskriser.²

Efterhånden som krisen udviklede sig, gennemførte den danske regering flere omfattende tiltag, herunder en garanti på ca. 250 pct. af BNP. Garantien dækkede indskydere og andre simple kreditorer i bankerne. Andre tiltag omfattede en ordning med statslige kapitaltilførsler samt etablering af det statslige afviklings-selskab Finansiell Stabilitet til at håndtere nødlidende banker. Nationalbanken udvidede endvidere sine centralbanklånefaciliteter. Formålet med tiltagene var at sikre finansiell stabilitet for at forhindre konjunkturedgangen og den internationale finansielle uro i at forværre en potentiel kreditklemme.

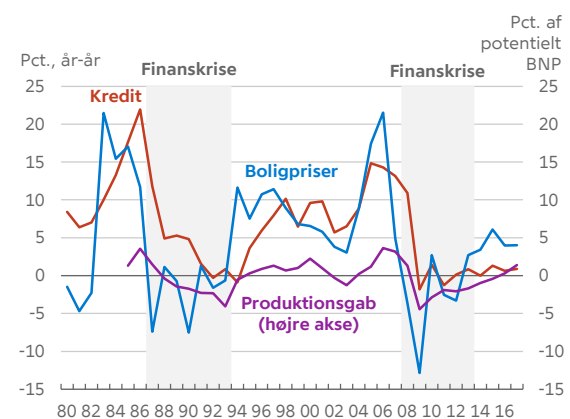
Efter krisen er forebyggende regulering på makro-niveau – makroprudentiel politik – rykket højere op på både den politiske dagsorden og forskningsdagsordenen. Målet er, at reguleringen skal blive bedre til at tage højde for, at sårbarheder kan opbygges på tværs af systemet, selv om individuelle institutter

eller låneaftaler isoleret set kan virke sunde og stabile.³ Formålet kan være at forhindre en uforholdsmæssigt stor opbygning af risici eller at gøre den finansielle sektor mere robust og begrænse smitteeffekter.⁴

Den største aktuelle udfordring er at reagere på potentielle nye risici, der kan antage andre former end tidligere. I dag, ti år efter finanskrisen, er dansk økonomi inde i et balanceret opsving. Den samlede kreditvækst er moderat, jf. figur 1, men der er tegn på risikooopbygning i den aktuelle situation med lave renter, optimisme og høj konkurrence. Det drejer sig fx om fortsatte stigninger i ejendomspriserne i de større byer, høj udlånsvækst kombineret med en lempelse af kreditstandarderne hos de mellemstore banker og en større andel af udlån til sårbare kunder. Danmark er en lille, åben økonomi med en meget integreret finansiell sektor og er dermed sårbar over for eksterne stød. Derfor påvirkes risikoudsigterne også af de store økonomiers begrænsede

To finanskriser i de seneste årtier

Figur 1



Anm.: Produktionsgabets beregnes som forskellen mellem faktisk og potentiel produktion.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

1 Se Udvalget om finanskrisens årsager, Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring (Rangvid-rapporten), september 2013.

2 Se Oliver Grinderslev Juhler, Paul Lassenius Kramp, Anders Farver Kronborg og Jesper Pedersen, Financial cycles: What are they and what do they look like in Denmark? (findes kun på engelsk), *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 115, juni 2017.

3 Se fx Gianni De Nicolò, Giovanni Favara og Lev Ratnovski, Externalities and macroprudential policy, *IMF Staff Discussion Note*, SDN/12/05, juni 2012.

4 Se ESRB, Henstilling om de nationale myndigheders makroprudentielle mandat, ESRB/2011/3, december 2011, eller ECB's hjemmeside om finansiell stabilitet og makroprudentiel politik.

råderum til penge- og finanspolitiske tiltag, når den næste konjunkturedgang sætter ind.

Nedenfor følger et overblik over centrale elementer i det finansielle system i Danmark og relevante prudentielle tiltag, der er gennemført indtil nu. Efter et kort overblik over de institutionelle rammer i Danmark følger en præsentation af det finansielle system og relevante tiltag. Præsentationen er bygget op omkring fire dimensioner, der kan indebære systemiske risici. Dimensionerne er formuleret som delmål af Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (European Systemic Risk Board, ESRB) og Det Systemiske Risikoråd⁵: 1. imødegå og forebygge overdreven kreditvækst og gearing, 2. imødegå og forebygge overdreven grad af løbetidstransformation og markedsillikviditet, 3. begrænse risici som følge af eksponeringskoncentrationer og 4. begrænse systemiske risici forbundet med systemisk vigtige finansielle institutioner og reducere uhensigtsmæssige incitamentsstrukturer. Afslutningsvis ser vi på aktuelle udfordringer for makroprudentiel politik.

De institutionelle rammer

Der er etableret institutionelle rammer for makroprudentiel politik både internationalt og nationalt. ESRB blev oprettet på EU-niveau i 2010. I årene efter 2010 har de fleste EU-lande også oprettet institutionelle rammer for makroprudentiel politik på nationalt plan.

Det Systemiske Risikoråd er makroprudentiel myndighed i Danmark. Rådet består af uafhængige eksperter og repræsentanter for den øverste ledelse i Nationalbanken, Finanstilsynet, Erhvervsministeriet, Økonomi- og Indenrigsministeriet og Finansministeriet.⁶ Rådets formand er formanden for Nationalbankens direktion, og Nationalbanken varetager sekretariatsfunktionen. De øvrige myndigheder deltager i sekretariatet. Rådet blev oprettet i 2013.

Rådet overvåger det finansielle system og kan henstille om politiktiltag efter et "følg-eller-klar"-princip. Rådet fungerer som et forum for drøftelser af potentielle systemiske risici baseret på et omfattende og systematisk analytisk grundlag. Rådet udsender efter hvert møde en pressemeddelelse, der sammenfatter dets risikovurdering og opsummerer centrale drøftelser. Dets formelle udtalelser kan have forskellig styrke. Rådet har i alt afgivet to observationer, en advarsel og syv henstillinger.⁷ Henstillingerne vedrørte bl.a. indførelse af yderligere kapitalkrav til systemisk vigtige finansielle institutioner, begrænsning af realkreditlån med afdragsfrihed og aktivering af den kontracykliske kapitalbuffer. Rådets mandat gælder også Grønland og – for bankernes vedkommende – Færøerne. Erhvervsministeren er den udpegede myndighed som defineret i EU-lovgivningen.

Centrale karakteristika ved det danske finansielle system

1: Kreditvækst og gearing i en dansk kontekst

Danske husholdninger har samlet set en positiv nettoformue, men samtidig er niveauet for bruttogælden blandt de højeste i verden. En betydelig udvidelse af balancerne i de seneste årtier, jf. figur 2, har resulteret i en rekordhøj gæld hos husholdningerne i en international sammenligning. De meget store pensionsformuer og aktivbeholdninger reducerer husholdningernes behov for at være gældfri inden pensionering. Et udstrakt socialt sikkerhedsnet og et højt offentligt serviceniveau reducerer også risikoen for, at husholdningerne misligholder deres rente- og afdragsforpligtelser. Der er ikke desto mindre noget, der tyder på, at højt forgældede husholdninger skærer mere ned på forbruget, selv om de fortsætter med at betale renter og afdrag.⁸

5 Det Systemiske Risikoråd har tilpasset ESRB's delmål en smule, se Det Systemiske Risikoråd, Overvågning af systemiske risici, december 2014 og Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, Henstilling om delmål og instrumenter for den makroprudentielle politik (ESRB/2013/1), april 2013.

6 Oplysninger om Rådet findes her ([link](#)).

7 Pressemeddelelser og formelle udtalelser findes på Rådets hjemmeside.

8 Se Asger L. Andersen, Charlotte Duus og Thais L. Jensen, Household debt and spending during the financial crisis: Evidence from Danish micro data, *European Economic Review*, vol. 89, 2016, og Bank of England, *Financial Stability Report*, juni 2014 (begge findes kun på engelsk).

Tanken bag imødegåelse og forebyggelse af overdreven kreditvækst og gearing¹ Boks 1

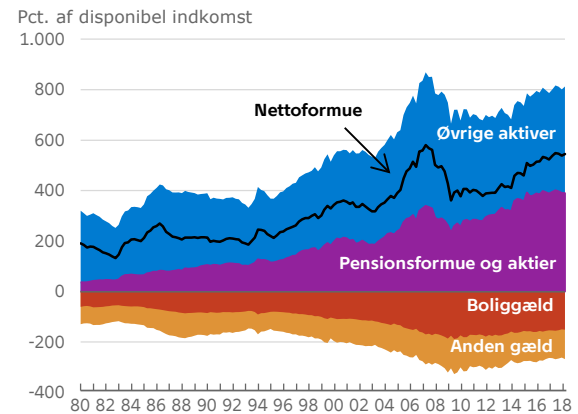
Kreditformidling til virksomheder og husholdninger er af væsentlig betydning for realøkonomien, da det skaber mulighed for investeringer og forbrugsudjævning. I perioder med økonomisk vækst kan øget optimisme imidlertid give sig udslag i øget risikovillighed eller overoptimisme (risikoillusion) hos både låntagere og långivere, og det kan resultere i for lempelige kreditstandarder og hurtig kreditvækst. En sådan konjunkturmedløbende adfærd hos låntagere og långivere er en eksternalitet i det finansielle system, da de to grupper ikke nødvendigvis tager højde for, hvordan deres adfærd samlet set påvirker systemet.

Udbredt risikotagning vil således føre til overdreven kreditvækst og gearing, hvor kreditinstitutter og låntagere bliver mere sårbare over for uventede, negative hændelser med potentielle systemiske konsekvenser. Et beskedent tab på lån til husholdninger og virksomheder kan eksempelvis føre til en betydelig reduktion af bankernes egenkapital og kan få bankerne til at begrænse deres låneaktiviteter for at tilpasse balancerne. En tilsvarende reaktion hos husholdningerne kan være store nedskæringer i forbruget med forværende konsekvenser for økonomien.²

1. Der er en nærmere beskrivelse i Det Systemiske Risikoråd, Overvågning af systemiske risici, december 2014, og Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, Henstilling om delmål og instrumenter for den makroprudentielle politik, ESRB/2013/1, april 2013.
2. Se Lucia Alessi og Carsten Detken, Identifying excessive credit growth and leverage (findes kun på engelsk), *ECB Working Paper Series*, nr. 1723, august 2014.

Den danske erfaring med kraftig vækst i ejendomspriserne og kreditgivningen op til de seneste to finanskriser bekræfter læren fra litteraturen. Studier har vist, at en kraftig stigning i aktivpriserne som følge af kreditvækst har en tendens til at øge risikoen for kriser og til at blive efterfulgt af dybere recession og langsommere genopretning.⁹ I Danmark er begge kriser kendetegnet ved en overophedning af økonomien, en kraftig stigning i ejendomspriserne og en årlig kreditvækst på mere end 15 pct. Under kriserne skete der en kraftig korrektion af

Stor udvidelse af balancerne i de seneste årtier Figur 2



Anm.: Kvartalsvis frekvens. Pensionsformue efter skat, hvor skatteprocenten antages at være 40 pct. Boligformuen omfatter ikke landbrugsjord, erhvervsjendomme, der ejes af husholdningssektoren, andelsboliger og byggegrunde. Revisionen af nationalregnskabet medfører databrud i 4. kvartal 2012. Den disponible indkomst er korrigeret for databrud tilbage i tid og renset for ekstraordinære skatteindtægter som følge af konverteringen af kapitalpensioner i 2013-14 og høje PAL-skatteindtægter i 2014.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

ejendomspriserne, mens niveauet for kreditgivningen var mere eller mindre uændret. I dag udgør husholdningernes og den ikke-finansielle sektors gæld 225 pct. af BNP.

Dansk økonomi er inde i et balanceret opsving med tegn på risikooptykning. Økonomien befinder sig i en af de længste perioder med uafbrudt fremgang, og det er sket, uden at der er opbygget betydelige ubalancer i realøkonomien. Trods en moderat samlet kreditvækst er der dog tegn på øgede finansielle risi-

⁹ Se Òscar Jordà, Moritz Schularick og Alan M. Taylor, Leveraged bubbles, *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, nr. 10, august 2015.

ci. Boligpriserne og priserne på erhvervsjendomme fortsætter med at stige, mens væksten i priserne på ejerlejligheder (hovedsagelig beliggende i København) er aftaget på det seneste, jf. figur 3. Beskeden vækst i det samlede udlån dækker over betydelige forskelle på tværs af institutter, områder og brancher. Stigende konkurrence om kunderne betyder, at en række banker har lempet kreditstandarderne og øget udlånsandelen til sårbare kunder.

Politiktiltag

I de seneste ti år har Danmark gennemført en række politiktiltag, der skal imødegå og forebygge overdreven kreditvækst og gearing, jf. tabel 1. De omfatter kapitalkrav, begrænsninger på kreditvækst og låntagerbaserede tiltag.

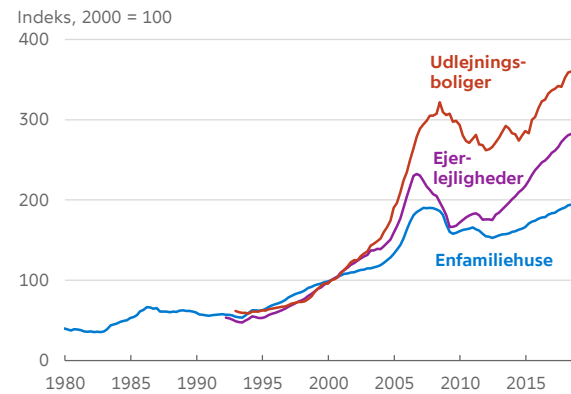
Den kontracykliske kapitalbuffer er aktiveret og øges til 1 pct. fra september 2019. Beslutningerne om at aktivere og øge bufferen blev taget i marts og september 2018. Ændringerne følger henstillinger fra Det Systemiske Risikoråd, der lægger vægt på vigtigheden af at opbygge bufferen i god tid og gradvist. Opbygningen sker således på baggrund af en lang række cykliske risikofaktorer.¹⁰ Rådet forventer at henstille om en yderligere forøgelse af buffersatsen med 0,5 procentpoint i 1. kvartal 2019, medmindre der sker en væsentlig opbremsning af risikooopbygningen i det finansielle system.

Den systemiske buffer er indført på Færøerne og indføres til 3 pct. i 2020. Formålet med bufferen er at øge de færøske bankers modstandskraft over for de strukturelle risici på Færøerne. Risiciene opstår, fordi den færøske økonomi er lille og åben med en koncentreret erhvervsstruktur. Det gør økonomien sårbar over for negative stød, der kan resultere i store, uventede tab for bankerne.

Der er indført pejlemærker for maksimal årlig kreditvækst i Danmark. For realkreditinstitutterne gælder retningslinjerne for hvert enkelt lånesegment, mens retningslinjerne anvendes på overordnet niveau for bankerne. Realkreditinstitutterne adskiller sig fra bankerne ved kun at yde lån med sikkerhed i fast ejendom, der er finansieret ved udstedelse af realkreditobligationer med fastsatte LTV-grænser.

Fortsatte ejendomsprisstigninger er et af tegnene på risikooopbygningen

Figur 3



Anm.: Udlejningsboliger er priser på erhvervsjendomme med fire lejligheder eller derover. Nominelle priser.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Der er indført en række direkte låntagerbaserede tiltag siden 2013. For boligejere omfatter de et udbetalingskrav på minimum 5 pct., specifikke krav til nettoformuen ved udlån, hvor boligejerens gæld er mere end 4 gange større end indkomsten, og rente- og afdragsstresstest af husholdningernes tilbagebetalingsevne. Hvad angår udlejningsejendomme kræves der som udgangspunkt positiv likviditet, hvis bankerne skal belåne ejendommen.

¹⁰ Se Det Systemiske Risikoråd, Forhøjelse af den kontracykliske buffersats, henstilling, september 2018.

Delmål 1: Politikker til imødegåelse af overdreven kreditvækst og gearing

Tabel 1

Beslutningsår	Danske tiltag	Primær makroprudentiel effekt
Kapitalbaserede tiltag		
2018	Den <i>kontracykliske kapitalbuffer</i> aktiveres, og satsen fastsættes til 0,5 pct. gældende fra 31. marts 2019 og øges til 1 pct. fra 30. september 2019.	Øger kreditinstitutternes robusthed.
2017, 2018	Den <i>systemiske buffer</i> indføres på Færøerne og indføres til 3 pct. fra 2018-20.	
Kreditvæksttiltag		
2014	Grænse for realkreditinstitutternes ¹ <i>udlånsvækst</i> til hvert udlånssegment på 15 pct. pr. år. Udlånssegmenterne er: private boligejere, ejendomsudlejning, landbrug og andre virksomheder. Træder i kraft i 2018.	Begrænser incitamenter til for lempelige kreditstandarder ved at begrænse overdreven kreditvækst.
2010	Begrænsninger på bankernes <i>udlånsvækst</i> til maksimalt 20 pct. pr. år.	
Låntagerbaserede tiltag		
2017	Restriktioner på udlån til husholdninger, hvis <i>gæld er mere end 4 gange større end deres indkomst (DTI)</i> , og hvis belåningsgrad i forhold til deres boligs værdi er større end 60 pct. (LTV): a) rentebindingsperioden for realkreditlån med variabel rente skal være mindst 5 år og b) afdragsfrihed er kun mulig ved optagelse af 30-årige fastforrentede lån. Træder i kraft i 2018.	Sikrer minimumkreditstandarder, lægger en dæmper på låntagernes købekraft på kort sigt og øger deres robusthed.
2016	Områder med kraftig vækst i boligpriser og høje prisniveauer (hovedstadsområdet og Aarhus): boligkøbere er underlagt en <i>højere rentestresstest</i> og – hvis deres <i>gæld er mere end 4 gange større end deres indkomst (DTI)</i> – specifikke nettoformuekrav. Trådte i kraft i 2016.	Lægger en dæmper på en negativ feedback-effekt gennem minimumkreditstandarder og øger låntagernes robusthed.
2015	Boligkøbere skal lægge <i>minimum 5 pct. i udbetaling</i> i forbindelse med boligkøb. Trådte i kraft i 2015. Udlån med sikkerhed i udlejningsejendomme må kun finde sted, hvis ejendommen genererer <i>positiv likviditet</i> . Trådte i kraft i 2015.	Sikrer låntagernes robusthed. Lægger en dæmper på en negativ feedback-effekt gennem minimumkreditstandarder og øger låntagernes robusthed.
2014	Pejlemærke for låntagernes <i>renterisiko</i> . Realkreditinstitutternes ¹ udlån, hvor rentebindingsperioden er under 2 år, og hvor LTV overstiger 75 pct. af LTV-grænsen ² bør udgøre mindre end 25 pct. af det samlede udlån. Gælder for private boligejere og i forbindelse med ejendomsudlejning. Træder i kraft i 2018. Pejlemærke for <i>afdragsfrihed</i> . Andelen af realkreditinstitutternes udlån med afdragsfrihed med en LTV over 75 pct. bør udgøre mindre end 10 pct. af det samlede udlån. Gælder for private boligejere. Træder i kraft i 2020.	Lægger en dæmper på en negativ feedback-effekt gennem minimumkreditstandarder og øger låntagernes robusthed. Øger kreditinstitutternes robusthed.
2012	<i>Stresstest af husholdningernes tilbagebetalingsevne</i> : Låntagerne skal kunne betale renter og afdrag på et 30-årigt fastforrentet lån med afdrag uanset den valgte låntype. Trådte i kraft i 2013.	Lægger en dæmper på en negativ feedback-effekt gennem minimumkreditstandarder og øger låntagernes robusthed.

Anm.: Tiltag, der er specifikke for Danmark, dvs. tiltag, som er implementeret i henhold til EU-lovgivning, er ikke medtaget.

Kilde: Finanstilsynet og Erhvervsministeriet.

¹ Realkreditinstitutterne yder størstedelen af udlån med sikkerhed i ejendomme i Danmark. Realkreditinstitutterne modtager ikke indlån, men finansierer realkreditudlån ved udstedelse af realkreditobligationer med fastsatte LTV-grænser.

² LTV-grænserne i forbindelse med udstedelse af realkreditobligationer er: beboelsesejendomme 80 pct., landbrugsejendomme 70 pct., kontor-, butiks- og industriejendomme 60 pct.

2: Løbetidstransformation og markedsillikviditet i en dansk kontekst

Det finansielle system i Danmark er i dag kendetegnet ved indlånsoverskud og begrænset anvendelse af kortfristet finansiering, hvilket står i modsætning til situationen før finanskrisen, jf. figur 4. Indlånsoverskuddet udgør i dag ca. 200 mia. kr. eller 10 pct. af BNP.

Et centralt karakteristikum ved systemet er den udbredte anvendelse af realkreditobligationer til likviditetsstyring. Beholdningen af realkreditobligationer svarede til 130 pct. af BNP i midten af 2018 – næsten fire gange mere end det danske statsgældsmarked. Undersøgelser viser, at de danske realkreditobligationer – stort set – har været lige så likvide som danske statsobligationer, også i perioder med markedsstress.¹¹ Likviditeten påvirkes af realkreditobligationernes egenskaber, herunder seriestørrelse og kreditværdighed, og det betyder, at tillid til systemet og høj kreditværdighed for obligationerne er afgørende for at opretholde likviditeten.

Udlandets ejerandel af især langfristede realkreditobligationer er steget i de senere år. Den udenlandske ejerandel af realkreditobligationer er steget siden begyndelsen af dette årti, og i de senere år har efterspørgslen efter langfristede obligationer været særligt markant. Udlandet ejer nu mere end 20 pct. af det samlede marked og mere end 30 pct. af de langfristede obligationer. Stigningen i efterspørgslen fra udenlandske investorer skyldes bl.a. de store økonomiers centralbankers opkøbsprogrammer, der har presset investorerne på statsobligationsmarkederne ud og dermed øget efterspørgslen efter andre aktiver.

Politiktiltag

Kort tid efter krisen blev der indført likviditets- og finansieringstiltag i dansk lovgivning, jf. tabel 2. I 2010 blev der indført pejlemærker for bankernes finansiering og likviditetsdækning som led i tilsynsdiamanten for banker. I 2017 blev pejlemærket for likviditetsdækning opdateret, så det omfatter likviditetsdækningskravet LCR.

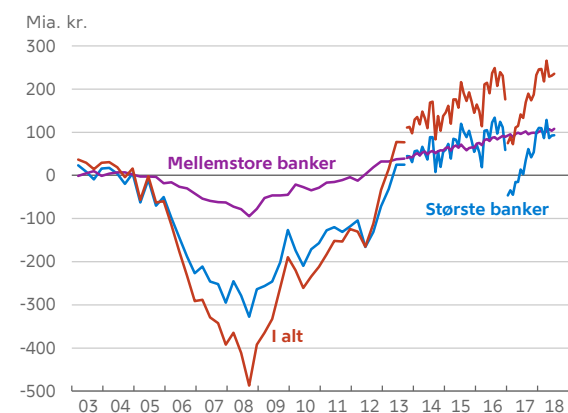
Der er indført specifikke tiltag for realkreditinstitutterne for at forebygge en overdreven grad af

Tanken bag imødegåelse og forebyggelse af overdreven grad af løbetidstransformation og markedsillikviditet¹ Boks 2

Hvis langfristet långivning i overdreven grad finansieres med kortfristede lån eller markedsbaseret finansiering, kan kreditinstitutterne komme under pres for at reducere deres balancer, hvis adgangen til finansiering bliver vanskelig (markedsillikviditet). Er likviditetsreserverne ikke tilstrækkelige til at modstå denne situation, kan det resultere i tvangssalg af aktiver. Det kan føre til en brandudsalgsspiral (eksternalitet), hvor faldende aktivpriser fører til yderligere salg, nedbringelse af gearing og afsmitning på finansielle institutioner med tilsvarende aktivklasser. I sidste ende kan det svække kreditinstitutternes evne til at yde lån til husholdninger og virksomheder, hvilket vil have en negativ indvirkning på realøkonomien.

1. Se henvisningerne i boks 1.

Indlånsoverskuddet fra før krisen er blevet til et overskud Figur 4



Anm.: Bankernes indlånsoverskud. Realkreditinstitutterne er ikke medtaget, da de ikke modtager indlån. Databrud i 2017, da Nordea Bank Danmark blev en filial af det svenske moderselskab, Nordea AB.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

11 Se Jens Dick-Nielsen, Jacob Gyntelberg og Thomas Sangill, Liquidity in government versus covered bond markets (findes kun på engelsk), Danmarks Nationalbank Working Paper, nr. 83, november 2012.

Delmål 2: Politikker til imødegåelse og forebyggelse af overdreven grad af løbetidstransformation og markedstillikviditet

Tabel 2

Beslutningsår	Danske tiltag	Primær makroprudentiel effekt
2014	<p>Pejlemærke for realkreditinstitutternes <i>kortfristede finansiering</i>: Andelen af refinansierede lån bør udgøre mindre end 25 pct. af det samlede årlige udlån og mindre end 12,5 pct. af det samlede udlån pr. kvartal. Træder i kraft i 2020.</p> <p><i>Betinget løbetidsforlængelse</i> for realkreditobligationer med kortere løbetid end løbetiden på de lån, som obligationerne finansierer, er implementeret i lovgivningen om udstedelse af realkreditobligationer. Trådte i kraft med fuld effekt i 2015.</p>	<p>Reducerer systemiske konsekvenser af midlertidig uro på obligationsmarkedet.</p>
2010	<p>Bankernes <i>findingratio</i> bør være lavere end 1. Ratioen defineres som udlån divideret med summen af indlån, udstedelser med mere end 12 måneder til udløb, efterstillet gæld og egenkapital. Trådte i kraft i 2012.</p> <p>Pejlemærke for bankernes <i>likviditetsoverdækning</i> på mindst 50 pct. i forhold til det lovgivningsmæssige krav. Trådte i kraft i 2012. Fra juni 2018 skal bankerne opfylde et LCR-baseret likviditetspejlemærke.</p>	<p>Reducerer risiko for kreditklemme som følge af finansieringsvanskeligheder.</p> <p>Reducerer risiko for likviditetsklemme.</p>

Anm.: Tiltag, der er specifikke for Danmark, dvs. tiltag, som er implementeret i henhold til EU-lovgivning, er ikke medtaget.
Kilde: Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank.

løbetidstransformation. For det første er der indført et pejlemærke for realkreditinstitutternes andel af kortfristet finansiering. For det andet blev der i 2014 indført betinget løbetidsforlængelse for de realkreditobligationer, der har en kortere løbetid end løbetiden på de lån, som obligationerne finansierer, i loven om udstedelse af realkreditobligationer. Forlængelsen udløses, hvis en refinansieringsauktion fejler, eller hvis renten på realkreditobligationer med en oprindelig løbetid på under 2 år stiger med mere end 5 procentpoint inden for et år.

3: Eksponeringskoncentration i en dansk kontekst¹²

Ejendomsrelaterede eksponeringer har spillet en vigtig rolle i de seneste to finanskriser i Danmark. Mange af de nødlidende banker i begge kriser var bl.a. kendetegnet ved store ejendomsrelaterede eksponeringer.¹³ Bankernes nedskrivninger var store, især for eksponeringer relateret til bygge- og anlægssektoren. Realkreditinstitutterne havde også betydelige nedskrivninger efter krisen i slutningen af 1980'erne, men i mindre grad under den seneste finanskris.

Danske finansielle institutioner er stadig i høj grad eksponeret mod ejendomsmarkedet. Kreditinstitutternes samlede eksponeringer mod ejendomssektoren er i størrelsesordenen 415 mia. euro – 140 pct. af BNP – når bankernes boligudlån, udlån til bygge- og anlægssektoren og ejendomssektoren samt realkreditinstitutternes udlån tælles sammen. Samtidig er realkreditinstitutterne tæt forbundet med resten af den finansielle sektor, da andre danske finansielle institutioner anvender realkreditobligationer som instrumenter i likviditets- og formueforvaltningen, jf. figur 5. Det betyder, at et negativt stød til ejendomsmarkedet, der resulterer i et fald i obligationsværdien, potentielt kan resultere i smitteeffekter mellem finansielle institutioner. Til gengæld betyder det veludviklede system med udlån mod sikkerhed, at långivningen fra ikke-banker er begrænset.

Politiktiltag

Politiktiltag har begrænset meget koncentrerede eksponeringer i de enkelte kreditinstitutter, jf. tabel 3. For bankerne er der et pejlemærke for eksponeringen mod erhvervsjendomme (byggevirksomheder og ejendomsvirksomheder) på 25 pct. af det samlede udlån. Andre tiltag har lagt loft over store eksponeringer i forhold til kapital. Derimod er realkreditobligationer med status som særligt dækkede obligationer, som defineret i kapitalkravsforordningen (CRR), af Finanstilsynet fritaget for restriktionen på store eksponeringer.

Tanken bag begrænsning af risici som følge af eksponeringskoncentrationer¹

Boks 3

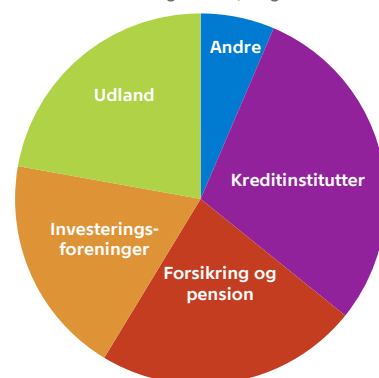
Store eksponeringer mod samme type kunder eller blandt finansielle institutioner betyder, at institutionerne bliver sårbare over for de samme negative begivenheder, og derved øges risikoen for, at et negativt stød kan få systemiske konsekvenser. Det skyldes, at reaktionen samlet set kan blive større, når mange kreditinstitutter på samme tidspunkt rammes af det samme chok. De potentielle smittevirkninger som følge af indbyrdes forbundethed eller som følge af fælles eksponeringer mod samme aktivklasse udgør eksternaliteter.

1. Se henvisningerne i boks 1.

Det finansielle system er tæt forbundet via danske realkreditobligationer

Figur 5

Ejere af danske realkreditobligationer, august 2018



Anm.: 12-måneders gennemsnit.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹² Målsætningen, der er formuleret af Det Systemiske Risikoråd og ESRB, skal begrænse eksponeringskoncentrationer.

¹³ Se Kim Abildgren og Jens Thomsen, En fortælling om to danske bankkriser, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2011.

Delmål 3: Politikker til begrænsning af direkte og indirekte eksponeringskoncentrationer

Tabel 3

Beslutningsår	Danske tiltag	Primær makroprudentiel effekt
2014	Pejlemærke for <i>store eksponeringer</i> : Summen af realkreditinstitutternes ¹ 20 største eksponeringer skal være mindre end realkreditinstitutternes egentlige kernekapital. Træder i kraft i 2018.	Reducerer risiko for systemisk effekt som følge af meget koncentrerede eksponeringer.
2010	Pejlemærke for bankernes <i>eksponering mod erhvervsjendomme</i> til maksimalt 25 pct. af det samlede udlån. Trådte i kraft ultimo 2012. Specifikke pejlemærker for <i>store eksponeringer</i> . Trådte i kraft ultimo 2012. Senere modificeret, så summen af en banks 20 største eksponeringer er begrænset til maksimalt 175 pct. af den egentlige kernekapital.	Reducerer risiko for systemisk effekt som følge af meget koncentrerede eksponeringer.

Anm.: Tiltag, der er specifikke for Danmark, dvs. tiltag, som er implementeret i henhold til EU-lovgivning, er ikke medtaget.

Kilde: Finanstilsynet.

¹ Der findes en beskrivelse af realkreditinstitutter i tabel 1.

4: Systemiske institutter i en dansk kontekst¹⁴

Den finansielle sektor i Danmark er kendetegnet ved en håndfuld store kreditinstitutter og en lang række små og mellemstore banker, jf. figur 6. De seks store kreditinstitutter, der er udpeget som SIFI'er, har en markedsandel på mere end 85 pct. af lånene i Danmark, og deres samlede balance udgør næsten 280 pct. af BNP. Færøerne og Grønland er også kendetegnet ved at have få store kreditinstitutter.

De største danske pensionsselskaber har også store balancer. Seks pensionsselskaber har aktiver af samme størrelse som SIFI-banker, svarende til 120 pct. af BNP sammenlagt. Pensionsselskaberne påvirker primært det finansielle system gennem deres aktiviteter på de finansielle markeder. På grund af sektorens størrelse kan konjunkturmedløbende adfærd hos bare en del af sektoren have betydelig indvirkning på markedet. Det diskuteres, om der skal indføres makroprudentielle værktøjer som led i den igangværende revision af de lovgivningsmæssige rammer.

Tanken bag begrænsning af systemiske risici forbundet med systemisk vigtige finansielle institutioner og reduktion af u hensigtsmæssige incitamentsstrukturer¹

Boks 4

Nogle kreditinstitutter er så store og komplekse, at det kan have systemiske konsekvenser, hvis de kommer i problemer. Sådanne institutter kaldes systemisk vigtige finansielle institutioner, SIFI'er. U hensigtsmæssige incitamentsstrukturer henviser til en situation, hvor en banks ejerkreds og ledelse høster eventuelle gevinster ved at løbe en stor risiko, men ikke i samme grad mærker konsekvenserne af de tab, der kan blive resultatet heraf. I en sådan situation kan risikooptygningen i det finansielle system blive for stor, og det kan have systemiske konsekvenser.

¹ Se henvisningerne i boks 1.

¹⁴ Målsætningen, som den er formuleret af Det Systemiske Risikoråd. Målsætningen, som den er formuleret af ESRB, skal begrænse den systemiske effekt af uoverensstemmende incitamenters med henblik på at reducere moral hazard.

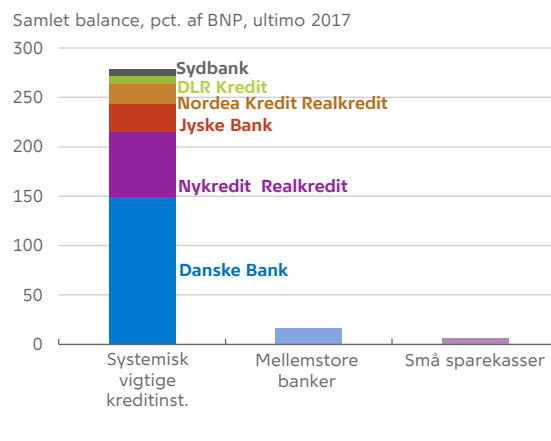
Politiktiltag

Danske banker og realkreditinstitutter, der er udpeget som SIFI'er, er pålagt et krav om en yderligere kapitalbuffer. SIFI-kapitalbufferen er forskellig alt efter, hvor systemisk vigtigt det enkelte institut er, jf. tabel 4. I 2019 vil bufferen være på mellem 1 og 3 pct. af de risikovægtede eksponeringer. En lignende metode anvendes til at fastsætte SIFI-bufferkravene på Færøerne og i Grønland, hvor bufferen derfor vil være på mellem 1,5 og 2 pct.

SIFI'er skal opfylde valutaspecifikke likviditetsdækningsgrader. Finanskrisen har vist, at refinansiering i udenlandsk valuta kan være problematisk. Siden 2016 har udpegede SIFI'er i Danmark således skullet overholde et modificeret LCR-krav for væsentlige valutaer (> 5 pct. af passiverne). Svenske og norske kroner er undtaget, da likvide aktiver i danske kroner også kan anvendes som sikkerhed i Sveriges Riksbank og Norges Bank.

De danske SIFI'er er store i forhold til økonomien og resten af sektoren

Figur 6



Kilde: Finanstilsynet, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Delmål 4: Begrænse systemiske risici forbundet med systemisk vigtige finansielle institutioner, SIFI'er, og reducere uhensigtsmæssige incitamentsstrukturer

Tabel 4

Beslutningsår	Danske tiltag	Primær makroprudentiel effekt
2017	Én bank udpeget som SIFI i Grønland. Den vil blive underlagt et yderligere kapitalbufferkrav på 1,5 pct., når bufferen er fuldt indfaset i 2019.	Højere tabsabsorberingsevne reducerer risikoen for, at det bliver nødvendigt at afvikle en SIFI.
2016	LCR-krav for væsentlige valutaer (omfatter ikke svenske og norske kroner), der gælder for SIFI'er. Fuldt indfaset i oktober 2017.	Reduceret risiko for likviditetsklemme for væsentlige valutaer.
2015	Tre banker udpeget som SIFI'er på Færøerne. De vil blive underlagt et yderligere kapitalbufferkrav på mellem 1,5 og 2 pct., når bufferen er fuldt indfaset i 2019.	Højere tabsabsorberingsevne reducerer risikoen for, at det bliver nødvendigt at afvikle en SIFI.
2014	Flere banker og realkreditinstitutter udpeget som SIFI'er i Danmark. Fra 2018 er de udpegede SIFI'er Danske Bank, Nykredit Realkredit, Jyske Bank, Nordea Kredit, Sydbank og DLR Kredit. ² SIFI'er vil være underlagt et yderligere kapitalbufferkrav på mellem 1 og 3 pct. af de samlede risikovægtede eksponeringer, når bufferen er fuldt indfaset i 2019. ¹	Højere tabsabsorberingsevne reducerer risikoen for, at det bliver nødvendigt at afvikle en SIFI.

Note: Tiltag, der er specifikke for Danmark, dvs. tiltag, som er implementeret i henhold til EU-lovgivning, er ikke medtaget.

Kilde: Finanstilsynet og Erhvervsministeriet.

¹ SIFI-bufferen implementeres ved anvendelse af den systemiske buffer.

² Erhvervsministeriet påtænker at ændre de kriterier, der gælder for udpegede SIFI'er. Det vil betyde, at Spar Nord Bank forventeligt vil blive udpeget som SIFI.

Der er udarbejdet afviklingsplaner og fastsat krav til nedskrivningsegne passiver (NEP-krav) for de danske SIFI'er.¹⁵ Afviklingsstrategien for SIFI'er er, at de skal restruktureres og vende tilbage til markedet med tilstrækkelig kapitalisering til at sikre markedets tillid. NEP-kravet for SIFI'erne er fastsat på baggrund af denne strategi. Realkreditinstitutter er undtaget fra NEP-kravet. De skal i stedet opfylde et gældsbufferkrav. Kravet er, at gældsbufferen, egenkapitalen og de nedskrivningsegne passiver tilsammen udgør mindst 8 pct. af de samlede passiver for SIFI'er, der omfatter et realkreditinstitut. Gældsbufferen skal forhøjes, hvis det er nødvendigt for at overholde minimumskravet på 8 pct.

Aktuelle udfordringer og vejen frem

Hvordan sikres rettidig omhu, uden at vi bliver overforsigtige? I en verden præget af usikkerhed risikerer beslutningstagerne enten at reagere på potentielle sårbarheder, der aldrig udvikler sig til en krise, eller at undlade at handle – med en krise til følge. Spørgsmålet er lige relevant for tidsvarierende instrumenter, fx den kontracykliske kapitalbuffer, som for tiltag af strukturel art, der måske enten er for slappe eller for restriktive. Der mangler stadig at blive udviklet metoder, der kan vurdere, om tiltagene er tilstrækkelige.

Hvad kan vi opnå med den kontracykliske kapitalbuffer? Hvis hovedformålet er at sikre, at en tilstrækkelig buffer er bygget op, så den kan frigives, når der er risiko for en kreditlemme, bør fokus være på indikatorer, der sikrer tilstrækkeligt tidlige advarsels-signaler. Det kan betyde en positiv buffersats, inden systemiske risici er meget tydelige.

Kan fraværet af større ubalancer tilskrives de senere års tiltag, eller bør vi være klar til yderligere stramninger? Ud over de internationale lovgivningsmæssige reformer er der indført en række tiltag i Danmark, der indhegner potentielle sårbarheder. Fraværet af

en større opbygning af ubalancer kan måske, måske ikke, skyldes denne indsats – i hvert fald til en vis grad. Efterhånden som sårbarheder indhegnes med lovgivningsmæssige tiltag, skal den rolle, som andre politikker kan spille i at forhindre opbygning af risiko, i stigende grad tages i betragtning.

Hvad kan vi gøre for at modstå presset for at lempe reguleringen, når det går godt for økonomien? Når erindringer om krisen fortoner sig, vil der opstå et pres for at få lempet reguleringen. Uafhængige makroprudentielle myndigheders evne til at modstå dette pres er muligvis større end de valgte politikeres, men offentlighedens forståelse for makroprudentiel politiks berettigelse bør under alle omstændigheder understøttes.

Hvordan kan kommunikation fremme den politiske dagsorden? Det kan være en udfordring at kommunikere om de valg, der træffes med makroprudentiel politik. Tiltagene kan være komplicerede, de skal imødegå abstrakte eksternaliteter, og fordelene i kraft af reducerede halerisici er vanskelige at bevise, mens den øjeblikkelige indvirkning på de berørte låntagere og långivere til gengæld er meget konkret.

Hvad er makroprudentiel politik ikke? Der er risiko for, at man kommer til at lægge for stor vægt på makroprudentiel politiks rolle, når det drejer sig om at behandle symptomerne på overdreven risikovillighed, i forhold til den rolle, som finans-, skatte- og strukturpolitik spiller med hensyn til at behandle årsagerne. Eller omvendt at effekten af regulering udvandes af undtagelser, der har til formål at imødegå specifikke fordelingsmæssige hensyn, som det ville være bedre at håndtere ved mere direkte tiltag end indirekte gennem kreditsystemet.

¹⁵ Se Finanstilsynet, Endelige afviklingsplaner og NEP-krav for systemisk vigtige banker, *Pressemeddelelse*, 28. marts 2018, og Finanstilsynet, Endelige afviklingsplaner for Nykredit og DLR og NEP-krav for Nykredit, *Pressemeddelelse*, 31. oktober 2018.

OM ANALYSE



Som en konsekvens af Nationalbankens rolle i samfundet udarbejdes analyser af økonomiske og finansielle forhold.

Analyserne udkommer løbende og omfatter bl.a. vurderinger af den aktuelle konjunktursituation og den finansielle stabilitet.

DANMARKS NATIONALBANK
HAVNEGADE 5
1093 KØBENHAVN K
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet
6. november 2018

**Helene Kronholm
Bohn-Jespersen**
Principal Macroprudential
Expert

Katrine Graabæk Mogensen
Head of Macroprudential
Policy

FINANSIEL STABILITET



**DANMARKS
NATIONALBANK**