

DANSK

PENGE

HISTORIE

Dansk pengehistorie 2005-2020

Indhold

Forord 4

KAPITEL 1

Dansk økonomi før udbruddet af finanskrisen i 2008 7

KAPITEL 2

Bankkrak og bankpakker 29

KAPITEL 3

Nationalbankens låneordninger under finanskrisen 59

KAPITEL 4

Presset mod kronen under finanskrisen i 2008 77

KAPITEL 5

Kronen og den europæiske statsgældskrise 91

KAPITEL 6

Kronekrisen i 2015 og livet med negative renter 105

KAPITEL 7

Reguleringsmæssig opfølgning på finanskrisen 123

KAPITEL 8

Dansk økonomi efter finanskrisen 159

KAPITEL 9

Kontanter og digitale detailbetalinger 181

KAPITEL 10

Betalingsystemets infrastruktur 199

SUPPLEMENT

Nationalbankens regnskab og informationsvirksomhed 213

Forord

Dette bind 7 af *Dansk pengehistorie* handler om perioden 2005-20. Disse 15 år er en meget begivenhedsrig del af dansk pengehistorie. Perioden har budt på en global finanskrisen og pres mod kronen i 2008, statsgældskrise i Europa i årene 2010-12, kronekrise i 2015 og et langvarigt opsving i dansk økonomi, som blev brat afbrudt af en coronapandemi i 2020.

Den globale finanskrisen blev fulgt op af en omfattende revision af reguleringen af den finansielle sektor for at gøre den mere robust og forebygge lignende kriser fremover. De nominelle renter fortsatte deres langsigtede nedadgående tendens efter finanskrisen, og negative nominelle renter blev den nye normal i den anden halvdel af 2010'erne. Der skete store ændringer i borgernes betalingsvaner, hvor digitale betalinger med kort og mobiltelefon afløste kontanter som det foretrukne betalingsmiddel i butikshandlen med varer og tjenester. Med faldet i brugen af kontanter var det ikke længere økonomisk forsvarligt for Nationalbanken selv at fremstille nye sedler og mønter, så produktionen heraf blev udliciteret. Og så kom der øget opmærksomhed på nye typer af risici i den finansielle sektor: Cyberkriminalitet som en konsekvens af den øgede digitalisering og risici afledt af klimaforandringer og omstilling af økonomien i en mere CO₂-neutral retning.

Bind 7 slutter ved udgangen af 2020, hvor der stadig var stor usikkerhed om udsigterne for genopretningen af såvel dansk som international økonomi efter coronapandemien. Usikkerheden gjaldt udrulningen og effekten af vacciner mod coronavirus, og det var ligeledes uvist, om pandemien ville sætte mere permanente spor i økonomiens strukturer, fx i forhold til forbrugsmønstre, globale forsyningskæder og digitalisering. Det bliver dermed op til et kommende bind i serien at behandle de mere langsigtede økonomiske effekter af coronapandemien. Det samme gælder øvrige begivenheder efter 2020, herunder Ruslands invasion af Ukraine og den høje inflation, som ramte både Danmark og andre lande.

Bogen indeholder en række bokse med citater fra især nationalbankdirektørernes taler gennem årene. Citaterne er med til at give et indtryk af tidsånden og gøre emnerne mere levende.

Bogen er skrevet af chefrådgiver Kim Abildgren. Bogens emner og udkast til kapitler er siden efteråret 2019 blevet gennemarbejdet i en lille arbejdsgruppe, som ud over forfatteren har haft deltagelse af nationalbankdirektørerne Lars Rohde og Per Callesen samt tidligere nationalbankdirektør Hugo Frey Jensen. De tidligere nationalbankdirektører Nils Bernstein, Jens Thomsen og Torben Nielsen har bidraget med værdifulde bemærkninger til udkast til bogen. Mange af Nationalbankens medarbejdere har desuden ydet en meget stor indsats med kommentarer til udkast til de forskellige dele af bogen og med hjælp til sprogredaktion, grafisk tilrettelæggelse og kontrol af bogens mange oplysninger.

Dansk økonomi før udbruddet af finanskrisen i 2008

I løbet af 2008 blev verdensøkonomien ramt af det hidtil kraftigste tilbageslag i fredstid siden den store depression i 1930'erne. Krisen startede med uro på de finansielle markeder i sommeren 2007, efter at nedturen på det amerikanske boligmarked begyndte, og uroen eskalerede for alvor til en global finanskrisen i efteråret 2008.

I Danmark blev krisen det hastigste økonomiske tilbageslag siden afslutningen af 2. verdenskrig, og vendingen i dansk økonomi havde i høj grad rod i den internationale økonomi. Men krisen i Danmark blev forstærket af den forudgående overophedning af dansk økonomi med høje prisstigninger på boliger og erhvervs-ejendomme, kraftig kreditvækst og lempelig finanspolitik.

Priserne på bolig- og ejendomsmarkedet steg voldsomt frem til midten af 2000'erne, bl.a. på grund af fastfrysning af ejendoms-værdiskatterne i 2001 og introduktion af afdragsfrie boliglån i 2003. Før krisen var der elementer af bobler i priserne på boliger, erhvervs-ejendomme og landbrugsjord, hvor forventninger om yderligere stigninger i sig selv var med til at drive priserne op.

Den kraftige kreditvækst i årene op til finanskrisen skete på bekostning af kvaliteten af pengeinstitutternes udlån, og lempelser i reguleringen blev anvendt til yderligere krediteksansion frem for opbygning af stødpuder mod tab. Desuden skabte pengeinstitutterne sig et stort indlånsunderskud, som de i høj grad finansierede med kortfristede lån på de internationale penge- og kapitalmarkeder. Dermed var institutterne sårbare, da den globale finanskrisen eskalerede og lammede de internationale finansielle markeder.

Finanspolitikken var for lempelig før krisen og forstærkede dermed overophedningen af økonomien med pres på arbejdsmarkedet. Den lempelige politik var et brud på den stabiliserende rolle, som havde kendetegnet finanspolitikken siden Danmarks overgang til fastkurspolitik i begyndelsen af 1980'erne.

Fra nedtur på det amerikanske boligmarked til global finanskrise

I løbet af 2008 blev verdensøkonomien ramt af det hidtil kraftigste tilbageslag i fredstid siden den store depression i 1930'erne.¹

Uroen på de finansielle markeder begyndte i sommeren 2007 i kølvandet på nedturen på det amerikanske boligmarked.² Boligpriserne i USA var steget markant i den første del af nullerne, men i 2006 var der klare tegn på en afmatning af det amerikanske boligmarked. I 2007 begyndte boligpriserne at falde, og samtidig steg andelen af misligholdte boliglån, se figur 1.1 og 1.2.

Der kom særligt fokus på den stigende andel af misligholdelser på lån til mindre kreditværdige kunder (subprime-lån). Subprime-lån kunne fx være lån til kunder, som tidligere havde haft problemer med at tilbagebetale gæld, som havde meget dårlige tilbagebetalingsmuligheder, eller som kun kunne lægge en begrænset udbetaling. Subprime-lån udgjorde omkring 15 pct. af alle udestående boliglån ved udgangen af 2006, og medio 2007 var omkring 15 pct. af subprime-lånene misligholdte. Mange af subprime-lånene var afdragsfrie lån, og i visse tilfælde var der tale om lokkelån med en særlig lav rente de første 2-3 år af lånets løbetid.³

Markedet for subprime-boliglån i USA var stort, og långiverne havde i stor udstrækning frasolgt kreditrisikoen ved at udstede forskellige typer obligationer med boliglånene som sikkerhed. Mange af obligationerne havde fået en høj kreditvurdering (rating) baseret på forudsætninger om tabsrisici, som efterfølgende viste sig ikke at holde. Obligationerne var blevet solgt til banker og investorer verden over, og nogle af investorerne var investerings-selskaber, som flere store banker var tæt forbundet med via ejerskab eller likviditetsgarantier. Sådanne eksponeringer var ikke altid fremgået klart af bankernes regnskaber.⁴ Så da tabene på subprime-lån begyndte at vise sig, var der stor usikkerhed om, hvilke banker der direkte eller indirekte kunne risikere tab. Usikkerheden førte til, at banker i såvel USA som Europa blev uvillige til at give hinanden lån uden sikkerhed, så en stor del af handlen på pengemarkederne rundt omkring i verden gik mere eller mindre i stå.

Opbremsningen på pengemarkederne førte i første omgang til en likviditetskrise for banksystemet, som centralbankerne modsvarede ved at tilføre ekstra likviditet til den finansielle sektor. Senere, i løbet af 2008, blev det imidlertid klart, at tabene hos flere af verdens store finansielle virksomheder var så voldsomme, at deres solvens og den finansielle stabilitet var truet.

1 Se Kim Abildgren og Jens Thomsen, En fortælling om to bankkriser, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 121-140, vol. 50(1,1), marts 2011.

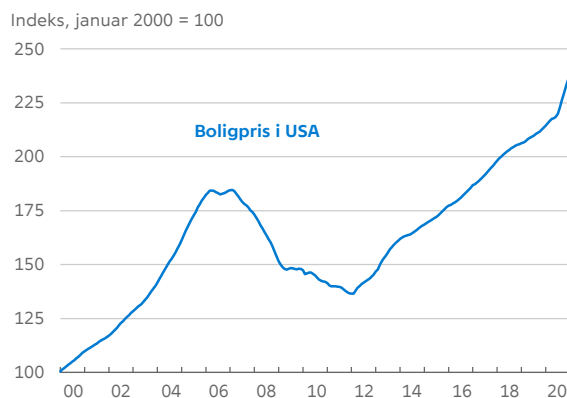
2 For en kalender over vigtige begivenheder i løbet af finanskrisen, se *Annex A: List of events* i Kim Abildgren, Nicolaj Albrechtsen, Mark Strøm Kristoffersen, Søren Truels Nielsen og Rasmus Tommerup, *The short-term Danish interbank market before, during and after the financial crisis, Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 99, november 2015.

3 Se side 4 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 2. kvartal 2007*; side 11 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2008*; Jakob Windfeld Lund, Uro på de finansielle markeder, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 37-47, vol. 46(3), september 2007.

4 Se side 12 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2008*.

Amerikanske boligpriser begyndte at falde i 2007

Figur 1.1

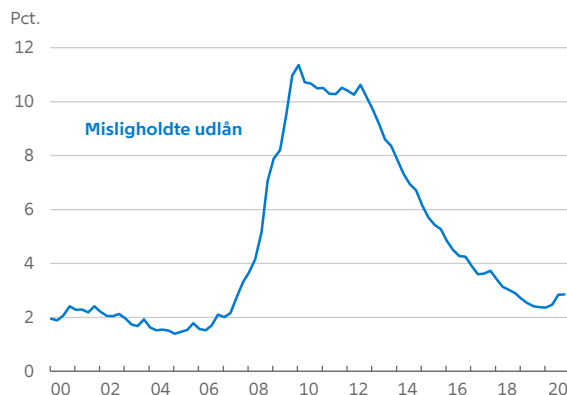


Anm.: S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index.

Kilde: Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED database.

Misligholdelsen af amerikanske boliglån steg fra 2007

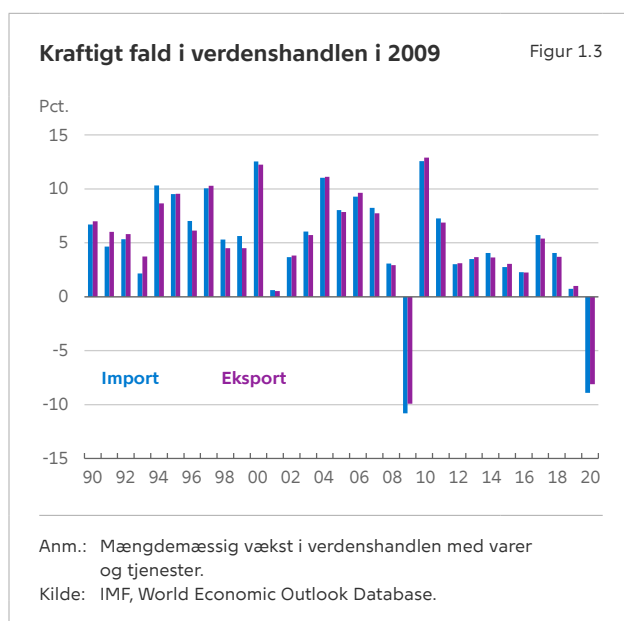
Figur 1.2



Anm.: Andel af bankers misligholdte udlån til enfamiliehuse.
Ultimo kvartalet.

Kilde: Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED database.

Krisen eskalerede for alvor i efteråret 2008.⁵ I september 2008 overtog de amerikanske myndigheder kontrollen med de to store realkreditinstitutter Fannie Mae og Freddie Mac, som stod for knap halvdelen af alle boliglån og -garantier på det amerikanske marked.⁶ De amerikanske myndigheder valgte ligeledes at redde det store, kriseramte forsikringsselskab AIG, mens de lod investeringsbanken Lehman Brothers gå konkurs. Begivenhederne forstærkede det globale skred i tilliden til det finansielle system, og det afspejlede sig bl.a. i et kraftigt fald i verdenshandlen, se figur 1.3. Stater og centralbanker i mange lande, herunder Danmark, måtte gribe til omfattende hjælpeforanstaltninger for at redde den økonomiske og finansielle stabilitet.



Dansk økonomi var overophedet forud for finanskrisen

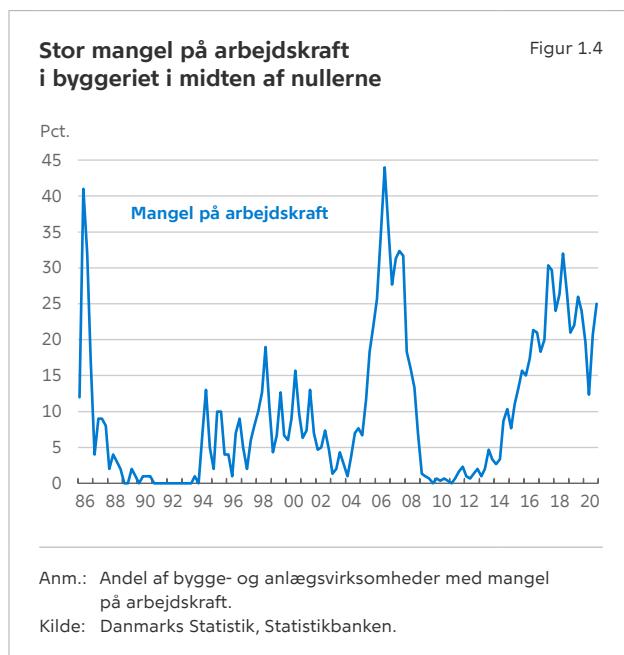
Dansk økonomi var allerede inde i en afmatningsfase, før den globale finanskrisen for alvor tog til i efteråret 2008. I 4. kvartal 2007 faldt både boligpriser og det sæsonkorrigerede, kvartalsvise, reale bruttonationalprodukt, BNP.

Vendingen i dansk økonomi forud for krisen kom efter flere år med kraftig højkonjunktur og pres på produktionsressourcerne. Beskæftigelsen nåede i 2007 et hidtil historisk højt niveau, og ledigheden faldt til omkring 2 pct. af arbejdsstyrken ved årets udgang. Det var den laveste ledighedsprocent

⁵ Se Danmarks Nationalbank, Den internationale finansielle krise, *Kvartalsoversigt 4. kvartal 2008*, side 25-41.

⁶ Se side 12 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2. halvår 2008*.

siden begyndelsen af 1970'erne.⁷ Presset på arbejdsmarkedet betød, at virksomheder i mange brancher og den offentlige sektor havde problemer med at rekruttere den ønskede arbejdskraft.⁸ Manglen på arbejdskraft i årene op til finanskrisen gjorde sig ikke mindst gældende inden for bygge- og anlægserhvervene, se figur 1.4. Her gav virksomheder af alle størrelser og typer udtryk for mangel på arbejdskraft, og der var heller ikke den store regionale variation i ledige stillinger.⁹ Manglen på arbejdskraft bidrog til, at de danske lønninger gennem en længere periode steg mere end i samhandelslandene, hvilket førte til en svækkelse af lønkonkurrenceevnen i forhold til udlandet.¹⁰



Før finanskrisen for alvor satte ind, var der udsigt til en blød landing efter overophedningen af den danske økonomi. Således forventede Nationalbanken i sin forårsprognose fra 1. kvartal 2008, at det reale BNP ville stige

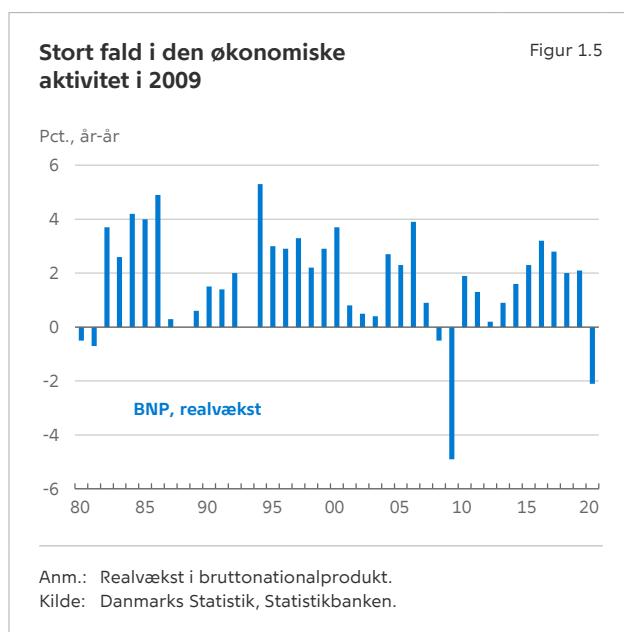
7 Se side 9 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2007*.

8 Se Troels Kromand Danielsen og Casper Winther Jørgensen, Ledig kapacitet på arbejdsmarkedet, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 39-49, vol. 54(3), september 2015.

9 Se Svend Greniman Andersen og Andreas Kuchler, Der er igen stor mangel på arbejdskraft i byggeriet, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 15, september 2017.

10 Se side 24 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2006*; side 10 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2007*; Duy T Huynh-Olesen, Kamilla Kristensen og Johanne Dinesen Riishøj, Eksportformåen og lønkonkurrenceevne, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 67, marts 2010.

med 1 pct. i 2009.¹¹ Men da den internationale finanskrisen eskalerede i efteråret 2008, blev udviklingen i stedet forvandlet til det hidtil hastigste økonomiske tilbageslag siden afslutningen af 2. verdenskrig. Det reale BNP faldt med omkring 5 pct. i 2009, se figur 1.5. Det var dermed omkring 6 procentpoint lavere end forventet i prognosen fra 1. kvartal 2008. Omkring to tredjedele heraf kunne henføres til lavere vækst på eksportmarkederne og dermed lavere aktivitet i de danske eksportvirksomheder.¹²



Om risikoen for overophedning af økonomien i midten af nullet

”Efterspørgslen er fortsat stærk – måske lidt for stærk. Det er ikke noget, vi ved med sikkerhed. Vi er til gengæld sikre på, at den dag, vi ved, at det går for stærkt, har vi nogle ubehagelige år forude. Så er det for sent at rette op på kursen uden betydelige omkostninger.”

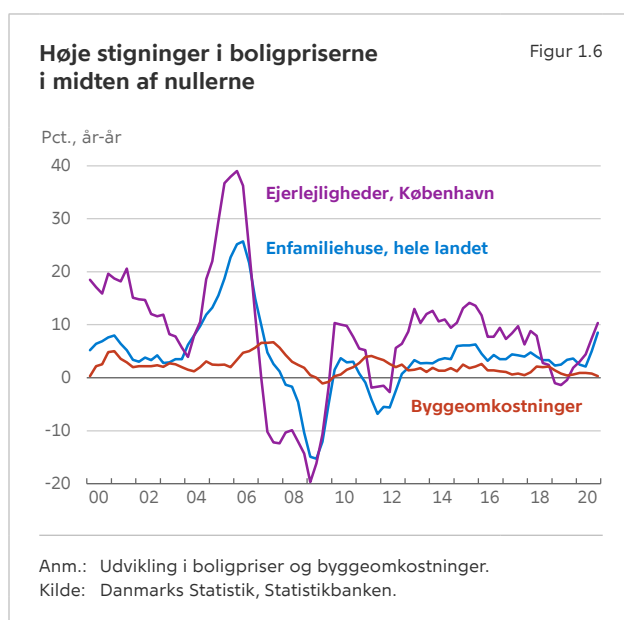
Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde, 30. november 2005.

¹¹ Se side 26 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2008*.

¹² Se Morten Spange, Kan kriser forudsiges?, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 35-49, vol. 49(2), juni 2010.

Høje stigninger i boligpriserne blev forstærket af fastfrosset ejendomsværdiskat og afdragsfrie lån

Overophedningen af dansk økonomi i midten af nullet var karakteriseret ved stærkt stigende boligpriser, ikke mindst på markedet for ejerlejligheder i København, se figur 1.6. De høje boligprisstigninger kunne delvis tilskrives en stigning i husholdningernes disponible indkomster og forholdsvis lave renter. Men andre faktorer spillede også ind, fx ændringer i boligbeskatningen og nye typer boliglån. De kraftige stigninger i boligpriserne i forhold til byggeomkostningerne gav øget byggeaktivitet, da det blev mere attraktivt at bygge nyt, når prisen på eksisterende boliger steg. De stigende boligpriser gav også store stigninger i husholdningernes friværdier, som kunne belånes og omsættes i forbrug og boligforbedringer. Det bidrog til overophedningen af økonomien.¹³

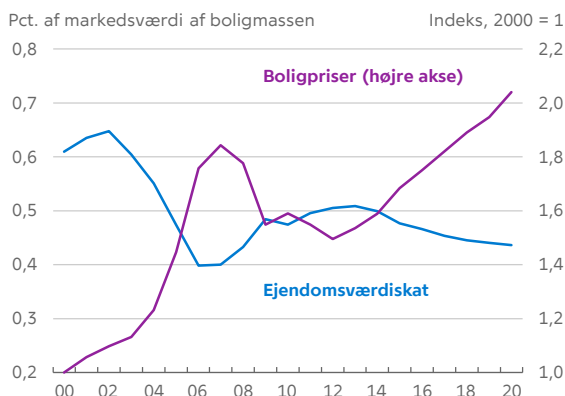


Stigningen i boligpriserne blev yderligere forstærket af, at ejendomsværdiskatterne var blevet fastfrosset i forbindelse med skattestoppet i 2001. Ved at fastfryse skatten i kroner og øre faldt den effektive beskatning i takt med de stigende huspriser, se figur 1.7.

¹³ Se Jens Bang-Andersen, Tina Saaby Hvolbøl, Paul Lassenius Kramp og Casper Ristorp Thomsen, Forbrug, indkomst og formue, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 59-68, vol. 52(2,1), juni 2013.

Ejendomsværdiskatterne faldt, da boligpriserne steg i midten af nullet

Figur 1.7



Anm.: Boligprisindekset dækker enfamiliehuse.

Kilde: Danmarks Statistik og Jan Overgaard Olesen og Erik Haller Pedersen, En opgørelse af boligformuen, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 37, maj 2006.

Før boligbeskatningen blev fastfrosset, afhang skatterne af ejendomsværdierne, så de medvirkede til at dæmpe boligprisudsving. Med fastfrysningen af ejendomsværdiskatterne i 2001 havde man dermed fjernet en vigtig automatisk stabilisator i økonomien.¹⁴

Realkreditinstitutterne fik i oktober 2003 mulighed for at udbyde real-kreditlån til finansiering af ejerboliger og fritidshuse med op til ti års afdragsfrihed.¹⁵ Den nye type boliglån reducerede ikke omkostningerne ved boligforbrug, da afdrag er opsparing og ikke en udgift. Men de afdragsfrie

14 Se Jan Overgaard Olesen og Erik Haller Pedersen, Boligmasse og boligskat – et regionalt perspektiv, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 55-75, vol. 45(3), september 2006; Niels Arne Dam, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg, Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes?, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 47-69, vol. 50(1,1), marts 2011.

15 Realkreditinstitutterne kunne allerede før lovændringen i 2003 yde afdragsfrie lån i andre ejendomme end ejerboliger og fritidshuse, og pengeinstitutterne havde mulighed for at tilbyde lån med afdragsfrihed og var begyndt at tilbyde prioritetslån med sikkerhed i fast ejendom, se side 123 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

lån har lavere førsteårsydelse og blev hurtigt meget populære. De gjorde nogle boligkøbere villige til at betale en højere boligpris og var derved med til at drive boligpriserne op.¹⁶

Om introduktionen af afdragsfrie lån og boligpriser

”Afdrag er opsparing og ikke en boligudgift. Det er dog usikkert om den nye type lån, såfremt de bliver udbredte, på længere sigt vil virke stimulerende på boligpriserne, der traditionelt fastsættes med udgangspunkt i nettoydelsen på huset, og heri indgår afdraget.”

Citat fra side 13 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2003*.

Endelig var der fra midten af nullet elementer af en boble i boligpriserne. De blev til en vis grad drevet af boligkøbernes opskruede forventninger om, at priserne ville fortsætte med at stige og dermed give kapitalgevinster.¹⁷

Om risikoen for en boligprisboble i midten af nullet – 1

”Boligpriserne er steget og steget og samtidig har renten været meget lav og det er blevet lettere at låne. Adgangen til afdragsfrie lån er blevet udnyttet mere, end de fleste forventede. Derfor er nogen begyndt at stille sig det spørgsmål, om vi oplever en boble på ejendomsmarkedet – og hvis det er en boble, hvornår den så vil bryde. Det er der bare ingen, der kan svare på med sikkerhed.”

Citat fra nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens tale på Realkreditrådets årsmøde, 28. april 2005.

16 Se side 51 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2003*; Niels Arne Dam, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg, Udviklingen på ejerboligmarkedet i de senere år – Kan boligpriserne forklares?, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 1-79, vol. 50(1,2), marts 2011; Jesper Pedersen, What are the effects of changes in taxation and new types of mortgages on the real economy? – The case of Denmark during the 00's, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 113, marts 2017.

17 Se Kim Abildgren, Niels Lynggård Hansen og Andreas Kuchler, Overoptimism and house price bubbles, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 109, oktober 2016; Simon Juul Hviid, A leading indicator of house-price bubbles, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 114, april 2017.

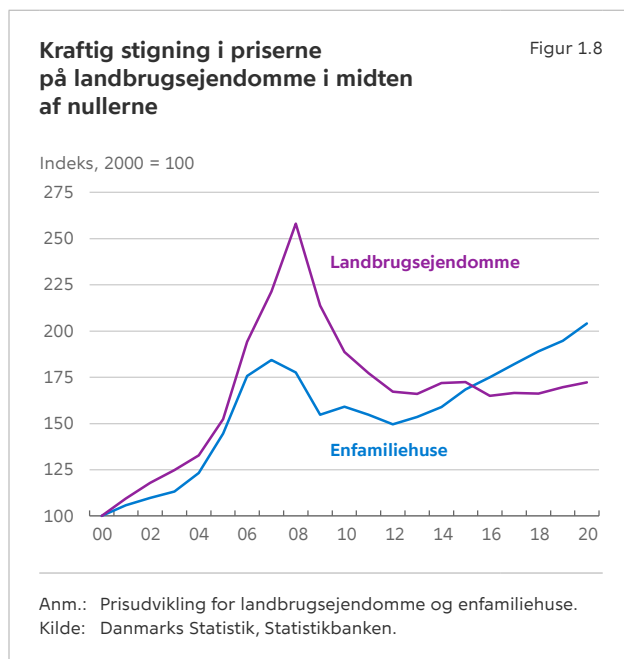
Om risikoen for en boligprisboble i midten af nullet – 2

”Undersøgelser viser, at der i visse dele af markedet er udbredte forventninger om, at kontantpriserne vil fortsætte med at stige mere end den almindelige inflation. Det medfører en risiko for, at boligkøb foretages ud fra spekulative hensyn med henblik på at få en kapitalgevinst snarere end ud fra et ønske om at få noget at bo i.”

Citat fra side 20 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2006*.

Priserne på landbrugs- og erhvervsejendomme steg endnu kraftigere end boligpriserne

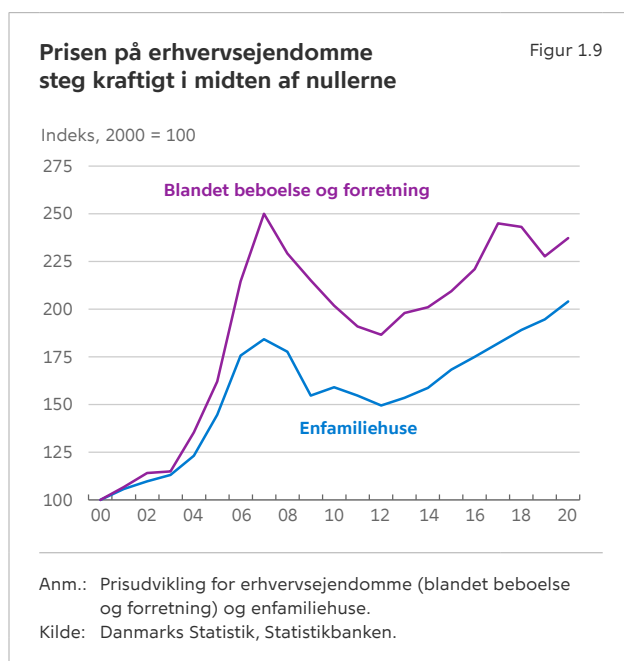
I årene forud for finanskrisen steg jordpriserne og dermed priserne på landbrugsejendomme endnu kraftigere end boligpriserne, se figur 1.8. Det stod efterfølgende klart, at hektarpriserne hermed kom helt ud af trit med det afkast, som kunne opnås ved at dyrke jorden.¹⁸ Derfor måtte bankerne bogføre store nedskrivninger, da jordpriserne efterfølgende faldt igen.



18 Se Birgitte Vølund Buchholst, Peter Askjær Drejer og Erik Haller Pedersen, Dansk landbrug, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 63-69, vol. 53(2), juni 2014.

Den kraftige stigning i jordværdierne blev i vid udstrækning brugt som sikkerhed for yderligere gældsætning. Ved udgangen af 2009 havde landbruget en gæld til danske penge- og realkreditinstitutter, der svarede til mere end 15 gange erhvervets gennemsnitlige bruttofaktoringindkomst i årene 2000-09. Gælden var overvejende variabelt forrentet, hvilket gjorde landbruget følsomt over for rentestigninger, og ydermere var en del af lånene i optaget i schweizerfranc uden afdækning af valutakursrisikoen.¹⁹

Priserne på erhvervsejendomme steg også markant forud for finanskrisen, se figur 1.9. Omsætningen af erhvervsejendomme var høj, især i København, og ofte blev samme ejendom handlet flere gange inden for kort tid.²⁰ Da priserne på erhvervsejendomme vendte efter udbruddet af finanskrisen, gav også det store nedskrivninger i bankerne.



19 Se side 33 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2010*.

20 Se side 21-22 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2. halvår 2016*.

Om jordprisboblens konsekvenser for dansk landbrug

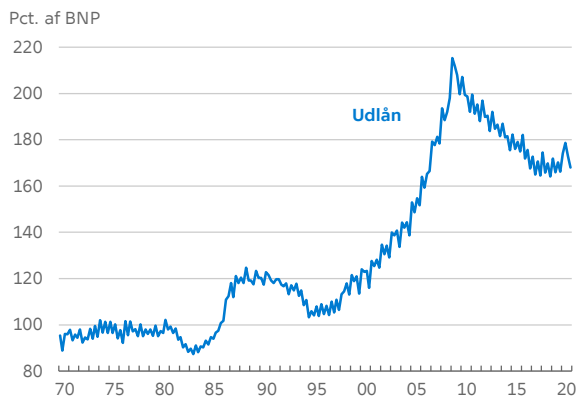
”Långivningen skete ofte i forventning om yderligere jordprisstigninger og var dermed i et vist omfang selv med til at drive priserne yderligere op – det klassiske kendetegn på en boble, hvor forventningerne i en periode bliver selvopfyldende ind til den dag, hvor forventningerne vender, og boblen brister. Resultatet af den beskrevne udvikling er et stærkt for-gældet landbrugserhverv med lav soliditet i mange ejendomme.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Lokale Pengeinstitutters årsmøde, 8. maj 2014.

Kraftig kreditvækst og stort indlånsunderskud gjorde bankerne sårbare
Penge- og realkreditinstitutterne øgede deres kreditgivning kraftigt i midten af nullerne. Målt i forhold til BNP steg udlånet til danske husholdninger og virksomheder med omkring 50 procentpoint fra udgangen af 2004 til midten af 2008, se figur 1.10.

Kraftig vækst i udlån til husholdninger og virksomheder i midten af nullerne

Figur 1.10



Anm.: Indenlandske udlån fra penge- og realkreditinstitutterne. Ekskl. udlån til MFI-sektoren. Annualiseret BNP.

Kilde: Kim Abildgren, A Chart & Data Book on the Monetary and Financial History of Denmark, *Working Paper*, maj 2017 (efterfølgende opdateret).

Om udlånsvækst og kreditkvalitet i midten af nullerne – 1

”Pengeinstitutterne er fortsat robuste, men særligt for de mindre institutter er sårbarheden over for stigende tab øget. Det skyldes bl.a. den høje udlånsvækst og reduceret kapitaldækning. (...) Vi kan også se en tendens til, at pengeinstitutter med en høj udlånsvækst har størst kreditrisiko i udlånsporteføljen.”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersen i pressemeddelelsen *Finansiel stabilitet 2005*, 12. maj 2005.

Om udlånsvækst og kreditkvalitet i midten af nullerne – 2

”Det er gode tider for pengeinstitutterne, og udlånene vokser. Det er også i gode tider, at tab ses som noget, der hørte fortiden til, og at kreditkvaliteten kan gå ned. Ikke i egen bank, men hos konkurrenterne.”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde, 30. november 2005.

Den kraftige vækst i pengeinstitutternes udlån i årene forud for finanskrisen skete på bekostning af udlånenes kvalitet. Det gjaldt især for erhvervsudlån, hvor der ikke var tilstrækkelig sammenhæng mellem virksomhedernes økonomiske nøgletal og bankernes tildeling af lån.²¹ Det kom senere til at vise sig i form af store nedskrivninger i pengeinstitutterne.

Den betydelige vækst i pengeinstitutternes udlån blev ikke fulgt af en tilsvarende vækst i egenkapitalen. Resultatet blev en markant stigning i pengeinstitutternes udlåns gearing af egenkapitalen i midten af nullerne, se figur 1.11.

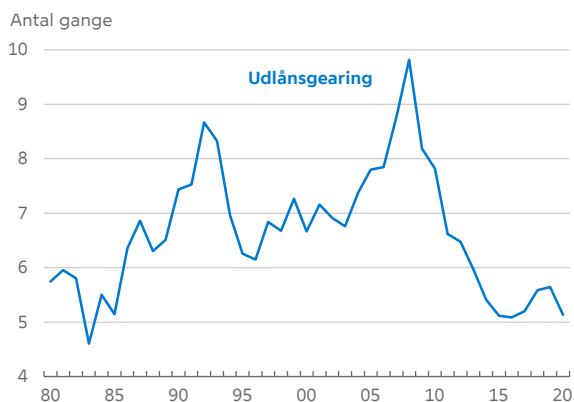
Stigningen i udlåns gearingen var delvist et resultat af nye internationale regler for regnskab og kapitaldækning. Overgangen til nye regnskabsprincipper i 2005 indebar, at pengeinstitutterne ikke længere skulle

21 Se Kim Abildgren og Andreas Kuchler, Kredit og konjunkturer, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 43-57, vol. 52(2,1), juni 2013; Kim Abildgren, Mark Niels Strøger Hansen, Carina Moselund Jensen, Mark Strøm Kristoffersen, Andreas Kuchler og Oxana Skakoun, Virksomhedernes kapitalstruktur, produktivitet og adgang til finansiering, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 61-77, vol. 53(4), december 2014.

nedskrive udlån efter et forsigtighedsprincip på baggrund af en sand-synliggjort risiko for tab.²² Derimod skulle der forud for nedskrivningen være objektiv indikation på en værdiforringelse.²³ Det gav et lavere

Markant stigning i pengeinstitutternes udlåns gearing frem til 2008

Figur 1.11



Anm.: Udlån i forhold til egenkapitalen. Pengeinstitutter i Finans-tilsynets gruppe 1-3. Siden 2017: Ekskl. Nordea.

Kilde: Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-Schultz Grafisk, 2010; Finanstilsynet, *Pengeinstitutter. Statistisk materiale*, diverse udgaver.

Om lempelserne af reguleringen af pengeinstitutterne forud for finanskrisen

”Samlet bliver der altså tale om en betydelig lempelse af kravene til kapital og til hensættelser. Det er derfor vigtigt, at ledelserne i de enkelte pengeinstitutter nøje overvejer, hvor stor en kapital, man skønner, der er behov for, så man har en passende stødpude mod uventede begivenheder.”

Citat fra nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens tale på Finansrådets årsmøde, 1. december 2004.

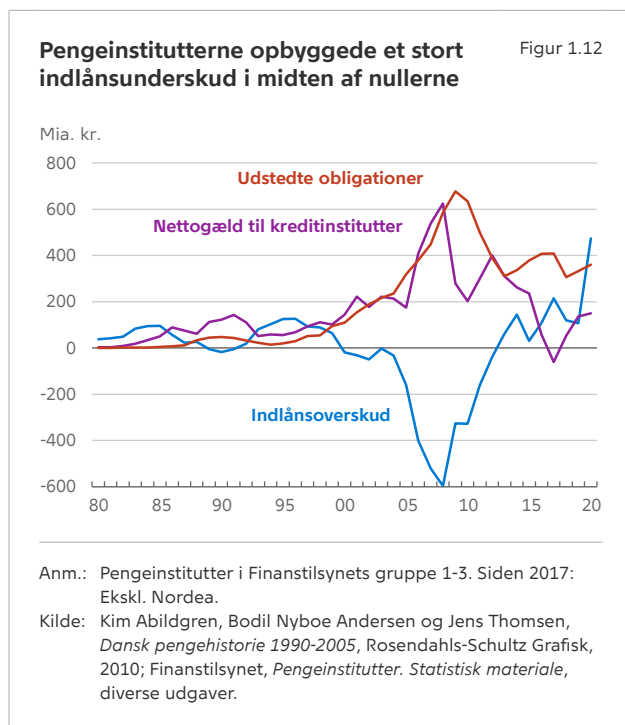
22 Det element af skøn, som lå i forsigtighedsprincippet, gjorde det muligt for pengeinstitutterne at opbygge ”skjulte reserver”, der kunne bruges i dårlige tider. Men skønsmæssige hensættelser gjorde det også muligt for pengeinstitutterne at udskyde beskatningen af overskud, se side 155 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, 2013.

23 Se side 67 ff. i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2007*; Borka Babic, Kreditinstitutter og procyklicitet, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 63-77, vol. 48(3), september 2009.

nedskrivningsbehov, som blev brugt til at øge kreditgivningen yderligere frem for at kompensere ved at øge de individuelle solvensbehov. Altså blev bankernes stødpuder mod tab mindre.

Overgangen til nye kapitaldækningsregler (Basel II) i 2007 bidrog også til udlånsgearingen. Ved overgangen blev kapitalkravet til hovedparten af de danske pengeinstitutter lempet. Det skyldtes lavere risikovægte, dvs. lavere krav til kapitalbeholdning pr. udlånt krone, for engagementer med privatkunder samt små og mellemstore virksomheder.²⁴ Nogle pengeinstitutter valgte at udnytte de mere lempelige kapitalkrav til yderligere udlån.

Under den stærke udlånsvækst i årene efter årtusindskiftet fik pengeinstitutterne opbygget et stort indlånsunderskud, som i stort omfang blev finansieret ved at udstede kortfristede obligationer og låne fra kreditinstitutter i udlandet. Det var en ny situation sammenlignet med 1980'erne og 1990'erne, hvor pengeinstitutternes ind- og udlån var nogenlunde lige store, se figur 1.12.



24 Se Lisbeth Borup og Dorte Kurek, Direktivforslag om nye kapitaldækningsregler (Basel II), *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 109-118, vol. 44(1), marts 2005.

Kortfristet finansiering via de internationale penge- og kapitalmarkeder er normalt mindre stabil og mere følsom over for ændringer i institutternes egen kreditværdighed end indlån og langfristet obligationsfinansiering.²⁵ Dette skift i bankernes finansieringsstruktur medvirkede i høj grad til behovet for de omfattende offentlige indgreb til støtte for banksektoren under finanskrisen, hvor bankernes adgang til finansiering på de internationale penge- og kapitalmarkeder blev stærkt forringet, se kapitel 2 og 3.

Om risici ved bankernes store indlånsunderskud – 1

”Omfanget af pengeinstitutternes nettogæld til andre kreditinstitutter og udstedelse af obligationer har været stigende i takt med, at indlånsoverskuddet har været faldende.

I forbindelse med ændringen i balancesammensætningen er det vigtigt at vurdere refinansieringsrisikoen på de former for funding, der benyttes. I perioder, hvor kreditgivningen er mere stram, end tilfældet er nu, er gæld til andre kreditinstitutter typisk mindre stabil end indlån med hensyn til reel løbetid og volumen.”

Citat fra side 36-37 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 2. kvartal 2001*.

Om risici ved bankernes store indlånsunderskud – 2

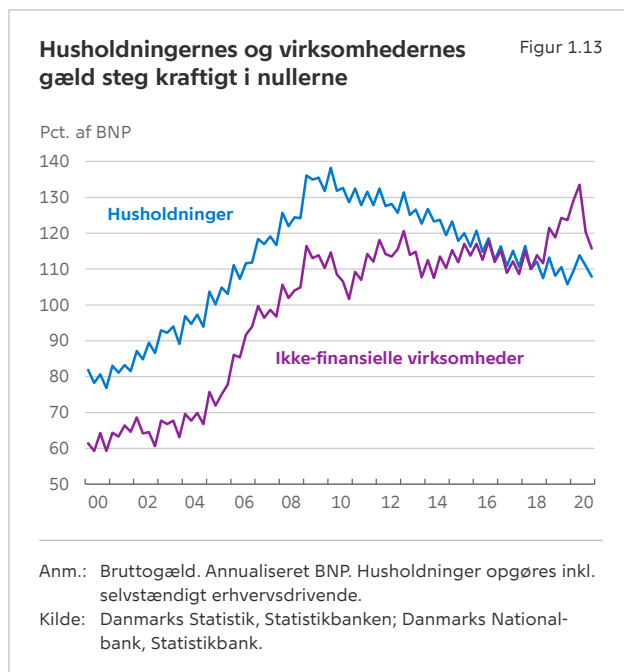
”Forskellen mellem pengeinstitutternes udlån og indlån er vokset markant i de seneste år. De samlede udlån overstiger nu de samlede indlån med et trecifret milliardbeløb. Hermed er pengeinstitutterne i stigende grad blevet afhængige af finansiering på de finansielle markeder i form af pengemarkedslån hos andre banker og udstedelse af værdipapirer, nationalt som internationalt. Samtidig bliver det vigtigt for det enkelte pengeinstitut at opretholde adgangen til disse finansieringskilder. Kilderne er mere følsomme end traditionelle indlån over for ændringer i markedsvilkårene og vurderingen af instituttets egen økonomiske tilstand. Det kan øge pengeinstitutternes sårbarhed.”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde, 6. december 2006.

25 Se side 24-25 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2002*; side 29 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2003*; side 104-105 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2006*; side 7 og 18-19 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2007*; side 225-226 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

Gældsatte boligejere og virksomheder skar ned på forbrug og investeringer, da finanskrisen ramte

Den høje kreditvækst i årene op til finanskrisen gav en betydelig stigning i husholdningernes og virksomhedernes gæld, se figur 1.13.



Det høje gældsniveau bidrog til at forstærke overophedningen af dansk økonomi forud for krisen og dybden af den efterfølgende konjunkturedgang.

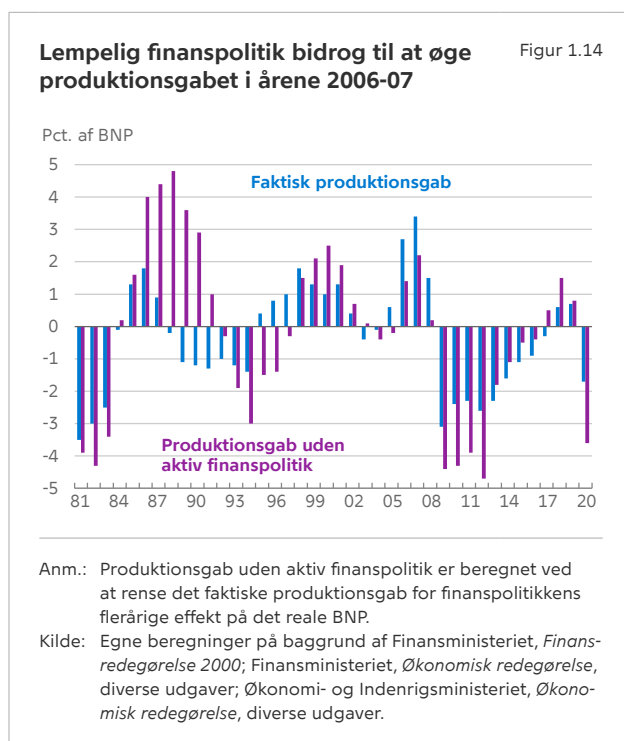
Boligejere med høj gæld i forhold til ejendomsværdi eller indkomst havde et højere forbrug i forhold til indkomsten end andre boligejere i årene forud for krisen. Men da krisen ramte, og der var behov for konsolidering, nedsatte de højt belånte boligejere forbruget kraftigt.²⁶ Det afspejlede øget krisebevidsthed, usikkerhed om familiernes fremtidige økonomiske forhold og strammere kreditvilkår.

²⁶ Se Asger Lau Andersen, Charlotte Duus og Thais Lærkholm Jensen, Husholdningernes gæld og forbrug under finanskrisen, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 61-71, vol. 53(1), marts 2014; Asger Lau Andersen, Charlotte Duus og Thais Lærkholm Jensen, Household debt and consumption during the financial crisis: Evidence from Danish micro data, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 89, marts 2014; Simon Juul Hviid og Andreas Kuchler, Consumption and savings in a low interest-rate environment, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 116, juni 2017; Svend Grennman Andersen, Stine Ludvig Bech, Simon Juul Hviid og Andreas Kuchler, Forbruget dykker midlertidigt på grund af corona, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 7, juni 2020.

På tilsvarende vis reducerede virksomheder med et højt gældsniveau (i forhold til værdien af de samlede aktiver) deres investeringer mere under krisen end virksomheder med lavere gældskvoter.²⁷

Lempelig finanspolitik forstærkede overophedningen af økonomien før finanskrisen

Dansk økonomi kørte væsentligt over kapacitetsgrænsen i årene før udbruddet af finanskrisen. Det kan illustreres med produktionsgabets, som er forskellen mellem det faktiske reale BNP og det potentielle reale BNP. Det potentielle reale BNP er et skøn for, hvor meget der kan produceres, uden at der skabes pres på arbejdsmarkedet, se figur 1.14.



27 Se Andreas Kuchler, Virksomhedernes gæld og investeringer, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 63-71, vol. 54(3), september 2015.

En lempelig finanspolitik øgede den samlede efterspørgsel og bidrog dermed til at forstærke overophedningen af økonomien og presset på arbejdsmarkedet før krisen. De offentlige budgetter blev overskredet, ikke mindst i kommuner og regioner²⁸, hvorved finanspolitikken blev mere lempelig end planlagt.²⁹ Der var ganske vist et stort overskud på de offentlige finanser i 2006, men det skyldtes den gode konjunktursituation og høje skatteindtægter fra olie- og gasproduktionen i Nordsøen.³⁰ Produktionsgabets ville have været mindre, hvis der ikke var ført en lempelig finanspolitik.

Årene i midten af nullerne var et brud på den stabiliserende rolle, som ellers havde kendetegnet finanspolitikken siden Danmarks overgang til fastkurspolitik i begyndelsen af 1980'erne.³¹ I 1980'erne og 1990'erne bidrog finanspolitikken til at dæmpe udsvingene i produktionsgabets.

Om behovet for at stramme finanspolitikken forud for finanskrisen

”Selv om det ikke anses for det mest sandsynlige forløb, er risikoen for en skadelig overophedning af økonomien voksende. Det er baggrunden for, at Nationalbanken har anbefalet – og fortsat anbefaler – at der sker en begrænsning af den samlede stigning i efterspørgslen som en foranstaltning, der skal skabe større sikkerhed for en fortsat gunstig udvikling i den danske økonomi. Vi har i Nationalbanken noteret os, at regeringen har valgt at se tiden an.”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde, 6. december 2006.

28 Kommunalreformen i 2007 med kommunesammenlægninger gav isoleret set også anledning til øgede investeringer mv. og budgetoverskridelser i kommunerne i 2006, se side 97, 110-111 og 175 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013; Pernille Bomholdt Nielsen og Morten Hedegaard Rasmussen, Styring af de offentlige udgifter i Danmark, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 77-88, vol. 51(2,1), juni 2012.

29 Se boks 4 *Udviklingen i det offentlige forbrug* på side 27 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 3. kvartal 2010*; Niels Blomquist, Anders Møller Christensen og Erik Haller Pedersen, Den økonomiske udvikling i Danmark og Sverige i de senere år, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 35-45, vol. 49(4), december 2010.

30 Se side 13 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2006*.

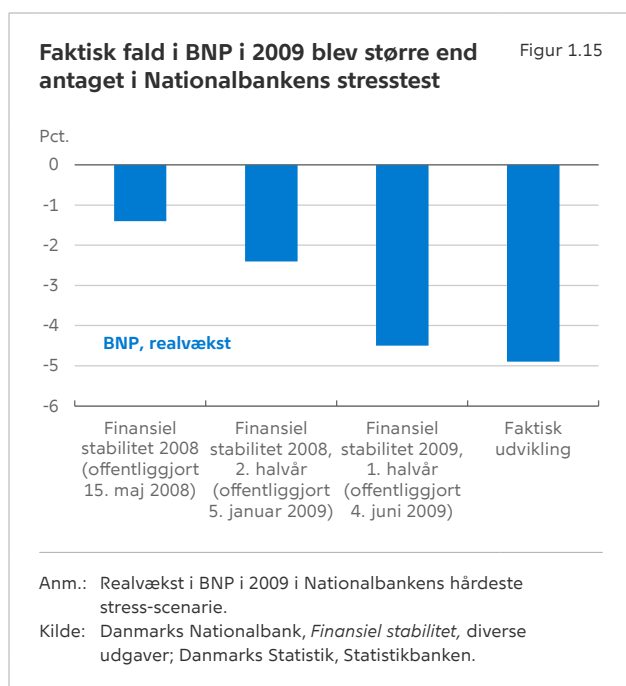
31 Se side 24-25 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2008*; side 36-37 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 3. kvartal 2012 – del 1*; Jesper Pedersen, A Taylor Rule for Fiscal Policy in a Fixed Exchange Rate Regime, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 90, juni 2014.

Finanskrisen blev ikke forudset

Finanskrisen, den finansielle sektors manglende robusthed og krisens alvorlige konsekvenser for samfundsøkonomien blev ikke forudset af de relevante myndigheder og centralbanker, hverken i Danmark eller i udlandet.³²

Som nævnt faldt det reale BNP i Danmark med omkring 5 pct. i 2009, mens forventningen i Nationalbankens kvartalsoversigt fra 1. kvartal 2008 var en stigning på 1 pct. Det massive omsving i dansk økonomi som følge af finanskrisen kom også bag på andre institutioner. De Økonomiske Råd og Den Internationale Valutafond, IMF, forventede i deres rapporter fra foråret 2008 vækst i det reale BNP i Danmark i 2009 på henholdsvis 0,8 og 0,5 pct.³³

Den uventede dybde af krisen kan også illustreres med Nationalbankens stress-scenarier i rapporterne om den finansielle stabilitet. Så sent som i januar 2009 var det hårdeste stress-scenarie baseret på, at det reale BNP kun ville falde med 2,4 pct. i 2009, se figur 1.15.



32 Se side 15 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

33 Se side 123 i De Økonomiske Råd, *Dansk Økonomi*, forår 2008; side 242 i IMF, *World Economic Outlook*, april 2008.

I foråret 2008 vurderede Nationalbanken på baggrund af sine prognoser og stress-scenarier, at det ikke kunne udelukkes, at enkelte banker ville få problemer. Men man mente, at den danske finansielle sektor var robust og kunne modstå væsentlige økonomiske og finansielle stød.³⁴ Denne vurdering af sundhedstilstanden i den finansielle sektor viste sig ikke at holde, efter at den globale finanskrisen eskalerede i efteråret 2008.

³⁴ Se side 7-10 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2008*; udtalelse fra nationalbankdirektør Nils Bernstein i pressemeddelelsen *Finansiel stabilitet 2008*, 15. maj 2008.

Bankkrak og bankpakker

Mange danske pengeinstitutter blev nødlidende efter udbruddet af finanskrisen og måtte ophøre som selvstændige virksomheder, herunder 4 af de 15 største. Roskilde Bank var den første mellemstore bank, som kom i vanskeligheder. Som mange af de nødlidende pengeinstitutter havde banken haft en voldsom udlåns-vækst i årene op til krisen og havde en betydelig eksponering mod ejendomsmarkedet. Roskilde Bank fik likviditetsstøtte fra Nationalbanken i juli 2008 og måtte senere afvikles.

Staten måtte som led i håndteringen af krisen i banksektoren træde til med adskillige indgreb og hjælpepakker for at sikre stabiliteten i det finansielle system og undgå, at krisen skulle udvikle sig til en kreditklemme, hvor kreditværdige husholdninger og virksomheder ikke kunne låne. Der blev bl.a. gennemført en garantiordning, som i en 2-årig periode sikrede alle indskydere mfl. fuld sikkerhed for tilgodehavender i pengeinstitutter, og kreditinstitutterne fik mulighed for at få statslige kapitalindskud. Der blev også etableret et statsligt afviklingsselskab (Finansiel Stabilitet A/S), som kunne tage hånd om nødlidende pengeinstitutter.

I 2012 nedsatte regeringen et ekspertudvalg (Rangvid-udvalget), som skulle se nærmere på årsagerne til finanskrisen og vurdere de opstramninger, som allerede var iværksat efter krisen. Udvalget konkluderede, at finanskrisen var et resultat af mange nationale og internationale faktorer, og at krisen havde haft store omkostninger for samfundsøkonomien. Udvalget vurderede, at det var positivt, at kapital- og likviditetskravene til bankerne blev strammet som opfølgning på krisen. Og så anbefalede udvalget at ændre ejendomsbeskatningen, så den igen fulgte udviklingen i boligpriserne. Men udvalget gjorde også opmærksom på, at der uanset reguleringsmæssige tiltag aldrig kunne gives garanti for, at der ikke igen kunne opstå en ny finanskrise.

Finanskrisen betød mange nødlidende pengeinstitutter

Den første danske bank, som kom i vanskeligheder i løbet af finanskrisen, var bankTrelleborg. Bankens likviditetssituation var pludseligt blevet markant forværret efter overtrædelse af bestemmelser i kontrakter om optagne lån¹, og den kunne ikke leve op til et højere solvenskrav fra Finanstilsynet. Der var tale om en forholdsvis lille bank med en balance på 8 mia. kr., og situationen blev håndteret, ved at bankTrelleborg blev fusioneret med Sydbank i januar 2008. BankTrelleborg ophørte ikke som en direkte følge af finanskrisen, men den var dog det første af mange pengeinstitutter, som måtte ophøre under finanskrisen.

Bankpakker og krisehåndteringstiltag

Boks 2.1

Oktober 2008	Bankpakke 1: 2-årig statsgaranti for indskyderes og andre simple kreditorers tilgodehavender i pengeinstitutter. Etablering af et statsligt afviklingsselskab (Finansiel Stabilitet A/S), som kunne tage hånd om nødlidende pengeinstitutter.
Efterår 2008	Forbud mod kortsalg af aktier i pengeinstitutter, ændrede regnskabsregler og aftale om finansiel stabilitet på pensionsområdet.
Februar 2009	Bankpakke 2 (Kreditpakken): Statslige kapitalindskud i kreditinstitutter. I forlængelse af Bankpakke 2 fik kreditinstitutter mulighed for køb af individuel statsgaranti.
Juni 2010	Bankpakke 3 (Exitpakken): Model for kontrolleret afvikling af (mindre og mellemstore) nødlidende pengeinstitutter.
August 2011	Bankpakke 4 (Konsolideringspakken): Incitamenter til sunde pengeinstitutters overtagelse af et nødlidende pengeinstitut.
Marts 2012	Bankpakke 5 (Udviklingspakken): Initiativer til sikring af små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering.

Roskilde Bank var det første mellemstore pengeinstitut, som kom i vanskeligheder, og et stort antal pengeinstitutter blev nødlidende i løbet af krisen og måtte ophøre som selvstændige virksomheder, herunder 4 af de 15 største. Der var omkring 150 pengeinstitutter i Danmark før finanskrisen, og i perioden fra 2008 og frem til august 2013 ophørte i alt 62 pengeinstitutter. Mange af disse institutter var dog små, og nogle ophør var ikke en direkte følge af krisen men en fortsættelse af den nedadgående tendens i antallet af pengeinstitutter, som havde gjort sig gældende i flere årtier forud for krisen. 19 institutter måtte ophøre efter kapitalkrav fra Finanstilsynet, fordi de ikke kunne rejse den krævede kapital.²

1 Kontraktbestemmelser om pantsætningsforhold (negativ pledge), se side 28 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2008*; side 22 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2. halvår 2008*.

2 Se side 83 og 96-97 i Kim Abildgren, *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls, 2018; side 20 og 249 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013; Finanstilsynet, *Hovedtal fra Finanstilsynet 2007*.

Staten måtte som led i krisehåndteringen træde til med adskillige indgreb og hjælpepakker, se oversigten i boks 2.1. Tiltagene skulle sikre stabiliteten i det finansielle system og undgå, at krisen skulle udvikle sig til en kredittklemme, hvor kreditværdige husholdninger og virksomheder ikke kunne låne.

Krakket i Roskilde Bank i sommeren 2008

Roskilde Bank blev med en balance på 37 mia. kr. det første mellemstore pengeinstitut, som kom i alvorlige problemer og måtte afvikles.³

Roskilde Bank havde i årene op til krisen haft en meget stærk udlånsvækst og store ejendomsrelaterede engagementer. Det gjorde banken sårbar, da finanskrisen kom. Blandt årsagerne til bankens problemer blev der i den efterfølgende advokatundersøgelse peget på bankens høje risikoprofil med beskeden solvensmæssig overdækning, en mangelfuld håndtering af kredit-sager og en dårlig kreditkultur. Endvidere hed det, at:

“... såvel store som små ejendomsudviklere ”stod i kø” i banken, fordi det var nemt og hurtigt at låne penge i Roskilde Bank uden iagttagelse af sædvanlige bankmæssige formkrav og dokumentation for bonitet mv. Hertil kom, at banken havde en salgsorienteret kreditkultur og en kreditsagshåndtering, der var særdeles lem-færdig, og hvor sædvanligt kredithåndværk var nedprioriteret. Retningslinjerne for kreditsagsbehandling blev ikke fulgt, og bankens centrale kreditfunktion, Team Kredit, havde hverken magt, gennemslagskraft eller ressourcer til at kræve reglerne efterlevet.”⁴

Roskilde Bank hævdede i november 2006 sit solvensbehov til 10,75 pct. efter henvendelse fra Finanstilsynet,⁵ men i 2008 viste der sig behov for en langt højere solvens. Ved udarbejdelsen af regnskabet for 1. halvår 2008 kunne Roskilde Banks ledelse konstatere, at der skulle foretages væsentligt større nedskrivninger end hidtil antaget. Bankens bestyrelse vurderede, at offentliggørelsen af disse oplysninger kunne risikere at medføre et stormløb mod banken, hvor kunderne i massivt omfang ville hæve deres indskud. Roskilde Bank henvendte sig derfor til Finanstilsynet og Nationalbanken.

Nationalbanken vurderede, at forholdene omkring Roskilde Bank udgjorde en væsentlig trussel mod den finansielle stabilitet i Danmark. Roskilde Bank

3 Se side 15-16 og 46 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2008*; side 16 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2009*; side 41-42 i Danmarks Nationalbank, Roskilde Bank, *Kvartalsoversigt 3. kvartal 2008*; pressemeddelelse fra Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet af 10. juli 2008; nationalbankdirektør Nils Bernsteins indledende udtalelse på pressemøde om Roskilde Bank den 25. august 2008 kl. 11.00; side 22 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2. halvår 2008*; fondsbørsmeddelelse fra Roskilde Bank A/S, 10. juli 2008; fondsbørsmeddelelse fra Roskilde Bank A/S, 24. august 2008.

4 Citat fra side 2 i notatet *Sammenfatning af advokatundersøgelse af visse forhold i Roskilde Bank* af 5. august 2009, udarbejdet af advokaterne Mogens Skipper-Pedersen og Henrik Stenbjerre.

5 Se side 167 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

var på det tidspunkt landets 8.-største bank med en høj grad af udenlandsk finansiering. Hvis Roskilde Bank gik i betalingsstandsning i en tid med uro på de internationale finansielle markeder, kunne det risikere at få negativt afsmittende effekter på andre danske pengeinstitutter. Banksektoren havde samlet set et indlånsunderskud på omkring 600 mia. kr. og var derfor i høj grad afhængig af at kunne låne på de internationale penge- og kapitalmarkeder.

Efter drøftelse med Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finanstilsynet og Finansrådet stillede Nationalbanken den 10. juli 2008 en ubegrænset kreditfacilitet til rådighed for Roskilde Bank til en rente, som lå 2 procentpoint over Nationalbankens udlånsrente. Da Roskilde Bank ikke kunne stille betryggende sikkerhed, gav regeringen og finanssektoren (Det Private Beredskab) tilsagn om garanti over for Nationalbanken.⁶ Det Private Beredskab var en forening til afvikling af nødlidende banker, sparekasser og andelskasser, som blev stiftet af Finansrådet i juni 2007.⁷

Likviditetsgarantien fra Nationalbanken af 10. juli 2008 blev givet under en række betingelser. Roskilde Bank måtte ikke anvende garantien til at optræde aggressivt på bankmarkedet eller til at investere i nye aktiviteter bortset fra dem, der var naturlige som led i den daglige drift af bankforretningen. Endvidere var det et krav, at banken helt eller delvist skulle sælges inden for en kort frist.⁸

Efter en omfattende salgsproces stod det den 22. august 2008 klart, at der ikke var nogen købere til hverken hele eller dele af Roskilde Bank. De potentielle købere havde udtrykt stor usikkerhed om boniteten af bankens udlånsengagementer og bankens generelle kreditkultur. Hertil kom, at bankens eksterne revisorer havde konstateret behov for yderligere nedskrivninger i et omfang, så banken ikke længere kunne leve op til kapitalkravene i lov om finansiell virksomhed.

Selvom Roskilde Banks problemer i høj grad var selvskabte, vurderede Nationalbanken, at en redning af Roskilde Bank var nødvendig for at sikre den finansielle stabilitet. Den danske banksektors udenlandske kreditorer kunne have vanskeligt ved at vurdere, om Roskilde Bank var et særtilfælde. Hvis der opstod tab i forbindelse med udlån til Roskilde Bank, kunne det have en negativt afsmittende effekt for andre danske banker, som også i høj grad var afhængige af udenlandsk finansiering.

6 Folketingets Finansudvalg godkendte den 4. september 2008 et aktstykke om en statsgaranti for de eventuelle tab, som Nationalbanken måtte lide i forbindelse med den ubegrænsede kreditfacilitet (ud over de første 750 mio. kr., som var dækket af garantien fra Det Private Beredskab), se aktstykke 199 til Folketingets Finansudvalg om *Tilslutning til at yde en statslig garanti til dækning af Danmarks Nationalbanks eventuelle tab på likviditetstilførsel til Roskilde Bank A/S*.

7 Se side 163 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-Schultz Grafisk, 2010.

8 Se svar fra Økonomi- og Erhvervsministeriet på § 8 spørgsmål 1 til aktstykke 197 stillet af Finansudvalget den 16. juli 2008.

Der blev over weekenden den 23. og 24. august 2008 ført forhandlinger mellem Roskilde Bank på den ene side og på den anden side Nationalbanken og Det Private Beredskab for at finde en løsning, da der før finanskrisen ikke fandtes juridiske og organisatoriske rammer for en ordnet afvikling af pengeinstitutter. Resultatet af forhandlingerne blev, at Det Private Beredskab og Nationalbanken – efter aftale med regeringen – den 24. august overtog alle aktiver og passiver i Roskilde Bank på nær aktiekapital og ansvarlig indskudskapital. Nationalbanken havde erfaring med afvikling af pengeinstitutter fra sin involvering i afviklingen af Varde Bank i 1990'erne og begyndelsen af nullerne.⁹ Overtagelsen af Roskilde Bank blev notificeret til Europa-Kommissionen efter EF-traktatens regler om statsstøtte og blev godkendt af Konkurrencestyrelsen.¹⁰

Roskilde Banks aktiviteter blev videreført i en ny bank, hvor Nationalbanken og Det Private Beredskab indskød kapital. Såfremt der i forbindelse med overtagelsen og afviklingen af Roskilde Bank måtte vise sig at være tab, skulle Det Private Beredskabs indskudte kapital på 750 mio. kr. dække først. Regeringen ville anmode Folketingets Finansudvalg om en statsgaranti, der sikrede Nationalbanken mod eventuelle tab.¹¹

Om redningen af Roskilde Bank og bankens kreditkultur

”Vi vurderer, at forholdene omkring Roskilde Bank nu udgør en væsentlig trussel mod den finansielle stabilitet i Danmark. I den sammenhæng er det særligt vigtigt, at en række andre danske banker også er afhængige af at finansiere sig på de internationale kapitalmarkeder. Hvis der skulle opstå tab i forbindelse med udlån til Roskilde Bank, vil det derfor kunne have en negativ afsmittende effekt for andre danske banker.

(...)

Roskilde Bank har haft meget stor eksponering på ejendomsmarkedet, og det i en uheldig kombination med en lemfældig kreditkultur. Det har betydet, at banken ikke har vist sig levedygtig på egen hånd, og at vi på denne måde har måttet sikre en forsvarlig afvikling.”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins indledende udtalelse på pressemøde om Roskilde Bank den 25. august 2008.

9 Se Niels C. Andersen og Jens Dalsgaard, Afviklingen af Varde Bank, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 105-121, vol. 44(4), 2005.

10 Se pressemeddelelsen *State aid: the Commission approves Danish rescue package for Roskilde Bank* fra Europa-Kommissionen, 31. juli 2008; pressemeddelelsen *Konkurrencestyrelsen godkender overtagelsen af Roskilde Bank* fra Konkurrencestyrelsen, 1. september 2008.

11 Statsgarantien blev den 27. november 2008 tiltrådt af Folketingets Finansudvalg ved aktstykke 25 af 4. november 2008 om *Statsgaranti vedrørende Nationalbankens eventuelle tab på overtagelsen og afviklingen af Roskilde Bank*.

En række af Roskilde Banks filialer blev købt af Nordea, Spar Nord Bank og Arbejdernes Landsbank i slutningen af september 2008, mens den resterende del af banken – som primært bestod af erhvervskunder – blev sat under afvikling. Selve driften af Roskilde Bank blev varetaget af en professionel bestyrelse med indsigt i bankdrift¹² sammen med direktionen i Roskilde Bank. Med Bankpakke 1 blev der i oktober 2008 etableret et statsligt selskab (Finansiell Stabilitet A/S) til ordnet afvikling af nødlidende pengeinstitutter, se nedenfor. Finansiell Stabilitet A/S overtog Roskilde Bank den 10. august 2009.

Bankpakke 1 fra oktober 2008

Nationalbanken gennemførte i den første del af finanskrisen mange ekstraordinære tiltag for generelt at forsyne pengeinstitutterne med likviditet i kroner og valuta, se kapitel 3. Endvidere gav Nationalbanken – ud over likviditetsgarantien til Roskilde Bank af 10. juli 2008 – særskilt likviditetsstøtte til to individuelle banker: EBH Bank og Amagerbanken.¹³

I efteråret 2008 eskalerede den finansielle krise, og det blev i både Danmark og andre lande klart, at krisen nu udgjorde en reel trussel mod den finansielle stabilitet. Der var ikke længere blot tale om en likviditetskrise, som centralbankerne kunne afhjælpe ved at tilføre likviditet til banksystemet. Der blev sat spørgsmålstegn ved bankers solvens, og der var behov for langt mere omfattende tiltag, hvis roen og tilliden på de finansielle markeder skulle genskabes.¹⁴

Den 30. september 2008 annoncerede Irland som det første EU-land en statsgaranti for banksektoren. Garantien omfattede i første omgang ikke filialer af udenlandske banker, som derved blev sat under pres på det irske marked. Det gjaldt ikke mindst Danske Bank, som i 2005 havde købt en række aktiviteter i Irland og Nordirland, og aktiviteterne i Irland var i 2007 blevet omdannet fra et datterselskab til en filial af Danske Bank.¹⁵

12 Se pressemeddelelsen *Kommende bestyrelse i Roskilde Bank* fra Danmarks Nationalbank, 29. august 2008.

13 Nationalbanken ydede likviditetsstøtte til EBH Bank den 22. september 2008, delvist dækket af tabskautioner fra en række pengeinstitutter. Ultimo 2008 udgjorde Nationalbankens udlån til EBH Bank 1 mia. kr. Desuden fik Amagerbanken den 5. oktober 2008 (samme dag, som den politiske aftale om Bankpakke 1 med en generel statsgaranti over for banksektoren blev indgået) en aftale med Nationalbanken om en kortfristet lånefacilitet på op til 3 mia. kr. Amagerbanken kunne disponere over faciliteten fra den 6. oktober 2008, og dens træk på faciliteten var tilbagebetalt til Nationalbanken inden udgangen af 2008. Se side 15-16, 41 og 46 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2008*; fondsbørsmeddelelse nr. 18-2008 fra EBH Bank A/S, 22. september 2008; side 36 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2. halvår 2008*; side 92 i Brian Liltoft Andreasen og Ulrik Løghtholdt Poulsen, *Håndtering af nødlidende pengeinstitutter i Danmark*, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, vol. 50(3,1), 2011, side 79-94; fondsbørsmeddelelse nr. 25-2008 fra Amagerbanken, 10. oktober 2008; Finanstilsynets redegørelse, 24. august 2011, om forløbet op til konkursen for Amagerbanken A/S, herunder om Finanstilsynets rolle under dette forløb, fra økonomi- og erhvervsministeren, Erhvervsudvalget (ERU) (Alm. del), Samling: 2010-11 (1. samling), Bilag 346.

14 Se side 14-16 og 36-38 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2. halvår 2008*; side 9-13 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 1. halvår 2009*; side 311-314 og 327 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, 2013; Danmarks Nationalbank, *Den internationale finansielle krise*, *Kvartalsoversigt 4. kvartal 2008*, side 25-41.

15 Se side 185 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

Nationalbanken og regeringen vurderede, at der nu var behov for at etablere en generel statsgaranti for den danske banksektor, og søndag den 5. oktober 2008 indgik regeringen med Bankpakke 1 en aftale herom med et bredt flertal af Folketingets øvrige partier. Bankpakke 1 indeholdt følgende hovedelementer:

- Alle indskydere og andre simple kreditorer fik i en 2-årig periode frem til 30. september 2010 fuld sikkerhed for deres tilgodehavender i danske pengeinstitutter og i udenlandske pengeinstitutters filialer i Danmark. Statsgarantien var meget omfattende (4.200 mia. kr. svarende til omkring 250 pct. af BNP). Formålet var generelt at sikre, at pengeinstitutternes adgang til pengemarkederne – herunder i udlandet – blev genoprettet. Statsgarantien sikrede, at et långivende pengeinstitut ikke havde en kreditrisiko på det låntagende pengeinstitut, men derimod på staten. Med statsgarantien kunne fx også forsikringsselskaber og pensionskasser yde lån til pengeinstitutterne uden tabsrisiko.
- Staten etablerede et afviklingsselskab, Finansiell Stabilitet A/S, som kunne overtage og afvikle nødlidende pengeinstitutter, hvis der ikke kunne findes en løsning i regi af den private sektor.
- Der blev indført et forbud mod udbyttebetaling fra pengeinstitutter og stop for nye programmer med tilbagekøb af egne aktier. Endvidere måtte der ikke indgås nye aktieoptionsprogrammer, og eksisterende programmer måtte ikke forlænges.
- Bankerne blev underlagt en række begrænsninger på udlånsvækst og risikotagning for at sikre, at perioden med statsgaranti ikke blev misbrugt.
- Finanstilsynet blev tilført flere ressourcer til øget tilsyn og et kritisk eftersyn af den finansielle regulering.

Der blev fra politisk side lagt vægt på, at den finansielle sektor skulle bidrage til statsgarantiordningen. Det var frivilligt for pengeinstitutterne at deltage i ordningen, men det var en forudsætning, at de var medlem af Det Private Beredskab. Stort set alle danske pengeinstitutter tilsluttede sig ordningen, og samlet set kom pengeinstitutterne til at betale 25 mia. kr. (garantiprovision på 15 mia. kr. og tabskaution på 10 mia. kr.) i forbindelse med Bankpakke 1. Pengeinstitutternes betaling var fastsat ud fra blandt andet beregninger fra Økonomi- og Erhvervsministeriet og Nationalbanken af, hvad der blev vurderet til at være markedskonformt.

Annonceringen af aftalen om Bankpakke 1 førte ikke umiddelbart til en mærkbar forbedring af de danske pengeinstitutters adgang til likviditet. For at medvirke til at skabe ro indtil den endelige vedtagelse i Folketinget udsendte Nationalbanken den 8. oktober 2008 en pressemeddelelse. Af pressemeddelelsen fremgik det, at Nationalbanken indtil lovens vedtagelse ville tage hånd om eventuelle nødlidende banker, som det var sket i tilfældet med Roskilde Bank og flere andre.¹⁶

16 Se pressemeddelelsen *Aftalen om statslig garanti* fra Danmarks Nationalbank, 8. oktober 2008.

Loven om Bankpakke 1 blev vedtaget den 10. oktober og blev samme dag godkendt af Europa-Kommissionen i henhold til reglerne for statsstøtte.¹⁷ Bankpakken fik derefter en positiv effekt på pengeinstitutters adgang til likviditet.

De fleste EU-lande gennemførte i lighed med Danmark ordninger med statsgarantier for deres banksektor i kølvandet på Irlands annoncering af statsgaranti 30. september 2008.

Om statsgarantien i Bankpakke 1

”Mange banker havde gradvist ændret deres forretningsmodel under højkonjunkturen og finansierede bl.a. den kraftige udlånsvækst med låntagning på penge- og kapitalmarkederne, heraf en ikke uvæsentlig del ved hjælp af korte lån. Da markederne frøs til i efteråret 2008, måtte staten udstede en garanti, der dækkede alle indskud og lån til banker to år frem. En garanti, der beløbsmæssigt svarede til 2½ gange det danske bruttonationalprodukt. Det var mildt sagt ingen trivial garanti, og vi bør alle her i Kongeriget glæde os over, at den nu er udløbet 1. oktober og erstattet af langt mindre garantier. Vi må efter min opfattelse aldrig mere komme i en situation, hvor en garanti af det omfang og indhold bliver nødvendig. Bankernes finansiering må fremover ud over sædvanlige indskud fra almindelige kunder i langt højere grad bestå af lån med lang løbetid, selv om det er dyrere, ligesom der må etableres solide likviditetsreserver.”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins indlæg ved Politikens konference *Det lærte vi af finanskrisen*, 12. november 2010.

Andre reguleringsmæssige tiltag i efteråret 2008

Efteråret 2008 bød ud over Bankpakke 1 også på andre reguleringsmæssige tiltag.

Aktiekursfald gav anledning til spekulation i yderligere kursfald via kortsalg af aktier, hvor investorer lånte aktier og solgte dem i håb om at kunne købe dem billigt tilbage igen, inden låneperioden udløb. Flere lande, herunder USA og Storbritannien, indførte i løbet af september midlertidige forbud mod kortsalg af finansielle aktier i et forsøg på at begrænse kursfaldene og dæmpe de urolige markedsforhold. Danmark fulgte i midten af oktober efter med et generelt forbud mod kortsalg af danske pengeinstitutaktier.¹⁸

Ændringer i regnskabsregler blev også taget i brug i bestræbelserne på at stabilisere de finansielle markeder. I lyset af de illikvide markeder og betyde-

17 Se pressemeddelelsen *EU-Kommissionen har meddelt, at den danske ordning til sikring af den finansielle stabilitet er forenelig med fællesmarkedet* fra Økonomi- og Erhvervsministeriet, 10. oktober 2008.

18 Se side 13 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2. halvår 2008*; side 32-33 i Danmarks Nationalbank, *Den internationale finansielle krise, Kvartalsoversigt 4. kvartal 2008*, side 25-41.

lige kursfald vedtog den internationale organisation International Accounting Standard Board i oktober 2008 en revision af de internationale regnskabsstandarder. Revisionen gav børsnoterede banker visse muligheder for at omklassificere aktiver på balancen med tilbagevirkende kraft fra 1. juli 2008. Mulighederne vedrørte aktiver, som indgik i handelsbeholdninger, og som dermed normalt skulle værdifastsættes til dagsværdi med indregning af værdiændringer i resultatet. Med omklassifikation efter de nye regler blev det muligt at undgå, at store urealiserede kurstab påvirkede resultat og egenkapital. Europa-Kommissionen godkendte de nye regnskabsstandarder medio oktober 2008, og visse større danske pengeinstitutter (herunder Danske Bank) valgte at benytte sig af de nye muligheder.¹⁹

Det danske realkreditmarked blev også ramt af markedsuroen i september og oktober 2008. Rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer blev kraftigt udvidet, blandt andet fordi udenlandske investorer solgte danske realkreditobligationer. Denne spændudvidelse ramte de danske pensionsselskaber, idet værdien af deres beholdninger af realkreditobligationer (aktiver) faldt, mens værdien af deres forpligtelser (livsforsikringshensættelser) var uændret, da renten på realkreditobligationer ikke indgik i den diskonteringsrentekurve, som blev anvendt til beregning af livsforsikringshensættelserne. De unormale markedsforhold kunne bringe flere pensionsselskaber i en situation, hvor de blev nødt til at sælge ud af deres beholdning af realkreditobligationer. Det kunne risikere at forstærke markedsbevægelserne og give anledning til selvforstærkende spiraler, som i sidste ende kunne få konsekvenser for pensionsopsparere og boligejere i form af faldende kurser og stigende renter.

I slutningen af oktober 2008 indgik Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finanstilsynet og brancheorganisationen Forsikring & Pension en aftale om finansiel stabilitet på pensionsområdet, som skulle forebygge, at pensions-selskaberne blev tvunget til at frasælge danske realkreditobligationer. Et af initiativerne i aftalen var midlertidigt at inddrage realkreditrenten i den rentekurve, som pensionsselskaberne skulle anvende til at beregne deres forpligtelser med. Inddragelsen medførte alt andet lige en reduktion af nutidsværdien af pensionsselskabernes forpligtelser på omkring 0,5 procent.

Umiddelbart efter offentliggørelsen af aftalen om finansiel stabilitet på pensionsområdet faldt renterne på realkreditobligationer, så en stor del af udfordringen forsvandt igen. Aftalen blev ved udgangen af oktober 2009 forlænget med yderligere et år.²⁰

19 Se side 31-34 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2. halvår 2008*; side 27-28 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 1. halvår 2009*; side 139-140 i Kim Abildgren og Jens Thomsen, En fortælling om to bankkriser, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 121-140, vol. 50(1,1), marts 2011.

20 Se side 15-16 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2008*; side 16 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2009*; side 28-29 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2. halvår 2008*; side 228 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013; side 139 i Kim Abildgren og Jens Thomsen, En fortælling om to bankkriser, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 121-140, vol. 50(1,1), marts 2011.

Bankpakke 2 (Kreditpakken) fra januar 2009

Finanskrisen gjorde det i mange lande vanskeligt for bankerne at få tilført ny kapital på det private marked. Samtidig indebar den øgede usikkerhed en stigning i de finansielle markeders forventninger til bankernes polstring med kapital. Disse forhold øgede risikoen for en stærk nedgang i banksektorens udlånsaktivitet som følge af mangel på kapital og dermed risikoen for en egentlig kreditklemme. I en sådan situation ville kreditværdige husholdninger og virksomheder få afslag på lån med deraf følgende negative konsekvenser for samfundsøkonomien. Derfor havde myndighederne i mange lande fokus på at styrke bankernes kapitalgrundlag.²¹ I USA blev der i efteråret 2008 gennemført ordninger med statslig kapitaltilførsel til banksystemet, se boks 2.2. Flere af EU-landenes bankpakker fra efteråret 2008 indeholdt ligeledes ordninger med mulighed for statslig kapitaltilførsel til bankerne.

Statslig kapitaltilførsel til amerikanske banker i efteråret 2008

Boks 2.2

Den 20. september 2008 annoncerede det amerikanske finansministerium en hjælpepakke (TARP – Troubled Asset Relief Program), hvor staten bl.a. ville købe dårlige aktiver fra finansielle institutioner for op til 700 mia. dollar. En betingelse for at kunne deltage i TARP-programmet var, at den finansielle institution udstedte aktier eller anden ansvarlig kapital til staten.

Inden programmet kom i gang, blev ordningen justeret, så fokus først og fremmest blev på kapitalindsud frem for opkøb af dårlige aktiver. I midten af oktober 2008 valgte 9 store amerikanske banker at styrke deres kapitalgrundlag ved at sælge aktier til staten for godt 125 mia. dollar som led i TARP, og flere finansielle institutioner fulgte efter i november.

TARP styrkede de amerikanske bankers kapitalgrundlag og dermed deres mulighed for at låne ud. I december 2008 fik de store amerikanske bilproducenter General Motors Corp. og Chrysler desuden direkte lån fra TARP.

Kilde: Side 29-31 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 4. kvartal 2008*; side 335 og 408-410 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, 2013.

Bankpakke 2 i hovedtræk

Nationalbankdirektør Nils Bernstein opfordrede på Finansrådets årsmøde i december 2008 til, at der blev gennemført en midlertidig ordning med statslig kapitaltilførsel til solvente danske pengeinstitutter for at undgå

21 Se side 314-319 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013; side 111-114 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 1. halvår 2009*; Danmarks Nationalbank, *Den internationale finansielle krise, Kvartalsoversigt 4. kvartal 2008*, side 25-41; side 96 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld 2008*.

risikoen for en kreditklemme i Danmark.²² Opfordringen blev fulgt op i den rapport om finansiel stabilitet, som Nationalbanken offentliggjorde den 5. januar 2009.²³ Det blev her på baggrund af stresstest vurderet, at en kapitaltilførsel til den danske banksektor på omkring 70 mia. kr. ville sikre, at pengeinstitutterne fortsat kunne løfte deres kreditformidlingsopgave, selvom de blev udsat for kraftige økonomiske stød. Det ville reducere risikoen for en kreditklemme.

Den 18. januar 2009 indgik regeringen en aftale om Bankpakke 2 (Kreditpakken) med et bredt flertal af Folketingets øvrige partier. Aftalen blev vedtaget af Folketinget den 3. februar 2009 i form af lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter.²⁴ Bankpakke 2 indeholdt følgende hovedelementer:

- Solvente penge- og realkreditinstitutter fik frem til 30. juni 2009 mulighed for at søge om statslige kapitalindskud i form af hybrid kernekapital (dvs. efterstillet lånekapital). Såfremt alle kreditinstitutter fuldt ud benyttede sig af tilbuddet, ville der blive tilført institutterne omkring 100 mia. kr. i ny kapital fra staten (ca. 75 mia. kr. til pengeinstitutter og 25 mia. kr. til realkreditinstitutter).
- Der blev etableret en ny, 3-årig eksportlæneordning i det daværende Eksport Kredit Fonden (nu EKF Danmarks Eksportkredit) på 20 mia. kr.
- Det blev besluttet at styrke Finanstilsynet yderligere. Desuden blev det bestemt, at kreditinstitutterne fremover skulle offentliggøre deres individuelle solvensbehov, så der blev større åbenhed om institutternes risikoeksponering.²⁵
- Der blev gennemført en forøgelse af dækningen af almindelige indlån i pengeinstitutter via Indskydergarantifonden fra 300.000 kr. til modværdien af 50.000 euro (ca. 375.000 kr.) fra 30. juni 2009 og modværdien af 100.000 euro (ca. 750.000 kr.) fra 1. oktober 2010, hvor den generelle statsgaranti fra Bankpakke 1 udløb.²⁶

22 Se nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde den 8. december 2008; side 315 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

23 Se side 9 og 53 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2. halvår 2008*; Danmarks Nationalbanks pressemeddelelse *Finansiel stabilitet 2008, 2. halvår*, 5. januar 2009.

24 Se pressemeddelelsen *Aftale om kreditpakke på plads* fra Økonomi- og Erhvervsministeriet, 18. januar 2009; side 13-15 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 1. halvår 2009*; Kim Abildgren og Jens Thomsen, En fortælling om to bankkriser, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 121-140, vol. 50(1,1), marts 2011.

25 Nationalbanken og Finanstilsynet havde tidligere i et fælles åbent brev opfordret til offentliggørelse af kreditinstitutternes individuelle solvensbehov, se pressemeddelelsen *Nationalbanken og Finanstilsynet opfordrer til europæisk initiativ om gennemsigtighed* fra Danmarks Nationalbank, 27. juni 2008; Joint Statement by Danmarks Nationalbank and Finanstilsynet on *How can regulations help to restore the confidence in the soundness of financial markets and institutions?*, 27. juni 2008; side 355 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

26 Se side 4 i Garantifonden for Indskydere og Investorer, *Beretning og Regnskab 2008*; Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/14/EF af 11. marts 2009 om ændring af direktiv 94/19/EF om indskudsgarantiordninger for så vidt angår dækningsniveau og udbetalingsfrist og lov nr. 338 af 1. maj 2009 om ændring af lov om en garantifond for indskydere og investorer, lov om finansiel stabilitet og lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter.

Om behovet for en Bankpakke 2 med statslig kapitaltilførsel til bankerne

”Det er på den baggrund Nationalbankens opfattelse, at det er nødvendigt, at vi i Danmark gennemfører 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. Det er sket i andre lande, og det bør ske i god tid, inden det er åbenbart for alle, at det er nødvendigt.

(...)

Formålet er som nævnt at undgå en egentlig kreditklemme i Danmark, hvor selv kreditværdige låntagere – husholdninger og virksomheder – får afslag på lån, med deraf følgende negativ effekt på realøkonomien.”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde, 8. december 2008.

Statslige kapitalindskud

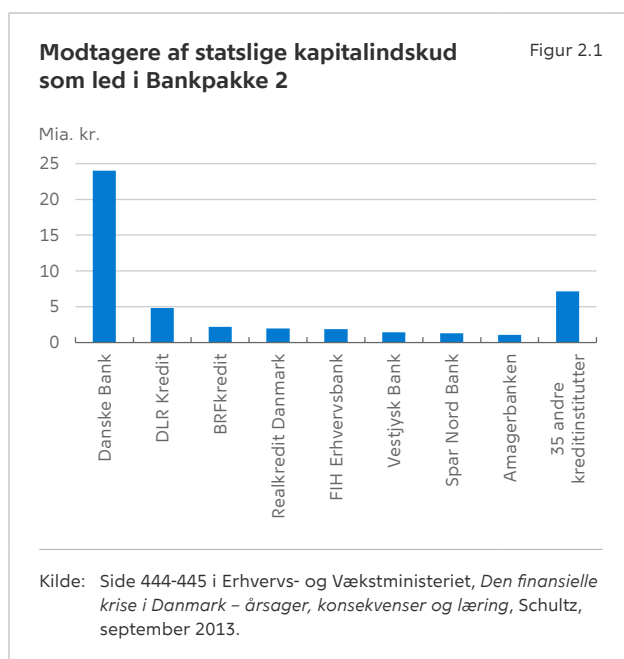
Ordningen med statsligt kapitalindskud i Bankpakke 2 var udformet som en frivillig ordning. Det var myndighedernes vurdering, at en ordning med tvungne statslige kapitalindskud ville rejse spørgsmål i forhold til grundlovens bestemmelser om ekspropriation, hvorfor en tvungen ordning ikke blev vurderet som en mulighed. Et alternativ kunne have været en frivillig ordning, hvor staten indskød aktiekapital i stedet for hybrid kernekapital, men der var ikke politisk opbakning til betydelig statslig involvering i driften af danske pengeinstitutter. En model med aktiekapital ville desuden indebære, at ordningen ikke ville være tilgængelig for spare- og andelskasser, som i givet fald skulle have haft en anden løsning. Den frivillige ordning med hybrid kernekapital kunne derimod direkte anvendes på alle institutter og blev også anvendt ved statslige kapitalindskud i de fleste andre EU-lande. I forbindelse med forhandlingerne om Bankpakke 2 blev det desuden diskuteret, om en del af betalingen til staten for kapitalindskud i en bank organiseret som aktieselskab skulle være en andel i eventuelle efterfølgende stigninger i kursen på bankens aktier. En sådan model blev dog fravalgt til fordel for modellen med indskud af hybrid kernekapital til en fast rente.²⁷

Ansøgningerne om kapitalindskud som led i Bankpakke 2 skulle indsendes til Økonomi- og Erhvervsministeriet og blev sagsbehandlet i en midlertidig specialenhed med bistand fra Finanstilsynet og eksterne finansielle sagkyndige. Ansøgningerne skulle være færdigbehandlede inden udgangen af 2009, og afgørelsen på en ansøgning om kapitalindskud skulle træffes af økonomi- og erhvervsministeren på baggrund af en indstilling fra Koordinationsgruppen for statsligt kapitalindskud, som havde deltagelse af Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Statsministeriet og Nationalbanken.

27 Se side 329-332 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

Kreditinstitutterne skulle i overensstemmelse med EU's retningslinjer betale en rente til staten for kapitalindskuddet, som afspejlede statens risiko på det enkelte institut. Efter kapitalindskuddet skulle instituttet have en kernekapital på mindst 12 pct. for at sikre, at det havde tilstrækkelig kapacitet til at kunne låne ud. Kapitalindskuddet blev endvidere givet under en række betingelser, bl.a. krav til udlånspolitik, direktørlønninger og udbyttepolitik. Kreditinstitutterne blev desuden forpligtet til på halvårlig basis at redegøre for udviklingen i deres udlån, og ressortministeriet (Økonomi- og Erhvervsministeriet på tidspunktet for indgåelsen af Bankpakke 2) skulle på baggrund heraf hvert halve år udarbejde en redegørelse om udviklingen i kreditmulighederne.

Samlet set valgte 43 kreditinstitutter at få kapitalindskud på i alt 46 mia. kr. til en gennemsnitlig effektiv rente på 10,08 pct., se figur 2.1. Dermed blev der ikke behov for den samlede kapitaltilførsel, som Bankpakke 2 åbnede mulighed for. Den uudnyttede mulighed hang sammen med, at de finansielle markeder fra sommeren 2009 blev mere stabile. Således trak 7 kreditinstitutter deres ansøgning tilbage, efter at de havde fundet billigere finansiering på markedet.

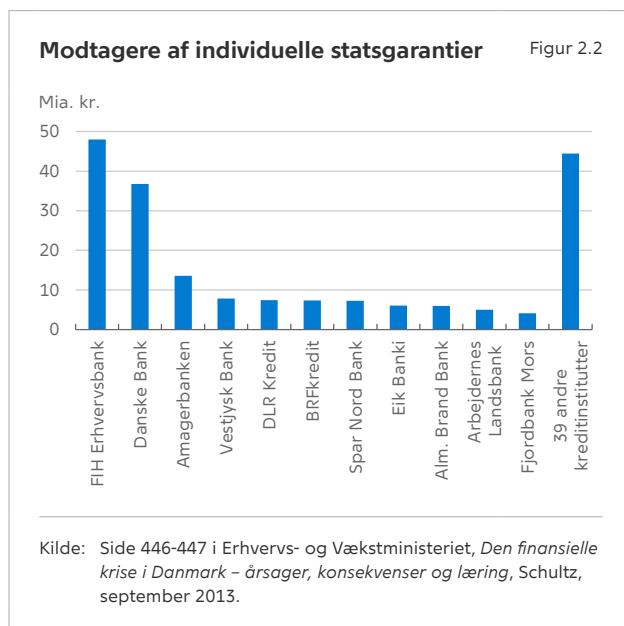


Individuelle statsgarantier

I forlængelse af Bankpakke 2 gav en ændring af lov om finansiell stabilitet mulighed for, at solvente kreditinstitutter – forudsat godkendelse fra Europa-Kommissionen – frem til 31. december 2010 kunne tilkøbe individuelle statsgarantier på ikke-efterstillet usikret gæld, herunder lån i fremmed valuta. De individuelle statsgarantier blev administreret af Finansiell Stabilitet A/S og kunne have en løbetid på op til tre år. Hermed fik de danske kreditinstitutter bedre mulighed for at forberede sig på udløbet af den generelle statsgaranti fra Bankpakke 1 den 30. september 2010.

Desuden blev institutterne med ordningen ligestillet med forholdene i flere andre EU-lande, som havde givet bankerne statsgarantier i op til fem år.

Ved udgangen af 2010 havde 57 kreditinstitutter underskrevet en aftale med Finansiell Stabilitet A/S om garantitilsagn på i alt 338 mia. kr. En række af institutterne valgte dog ikke at gøre brug af tilsagnet. Fra sommeren 2009 var der en tendens til, at større, velkapitaliserede institutter fandt det mere fordelagtigt at optage længerevarende lån uden tilkøbt statsgaranti. Derfor blev det kun 50 kreditinstitutter, som faktisk foretog udstedelser for i alt 193 mia. kr. med individuel statsgaranti, se figur 2.2.²⁸



Kreditudviklingen efter Bankpakke 2

Nationalbanken vurderede i sin rapport om finansiell stabilitet for 1. halvår 2009, at man med Bankpakke 2 havde reduceret risikoen for en kreditklemme i dansk økonomi, og i Nationalbankens efterfølgende analyser fandt man det heller ikke muligt at påvise en generel kreditklemme.²⁹ Bedømt ud fra Danmarks Statistiks konjunkturbarometre var der heller ikke indtryk af en generel kreditklemme, da det kun var en begrænset del af virksomhederne, der under finanskrisen angav finansielle begrænsninger som den væsentligste årsag til produktionsbegrænsninger. Men der var uden tvivl mange

²⁸ Se side 319 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013; side 58-60 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2010*; side 23 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2011 – Del 1*.

²⁹ Se side 7 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 1. halvår 2009*; side 21 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 3. kvartal 2009*; side 40 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 3. kvartal 2010*.

virksomheder, som oplevede det vanskeligere at opnå banklån efter udbruddet af finanskrisen. Den oplevelse afspejlede den forringelse af virksomhedernes betalingsevne, som den svage konjunkturudvikling forårsagede, og var et mønster, som man også kendte fra normale konjunkturtilbageslag uden finanskriser.

Efter en årrække med stærk udlånsvækst forud for krisen var det nødvendigt med en væsentlig opstramning af pengeinstitutternes kreditstandarder over for erhvervsvirksomheder, idet bankernes kreditstandarder i årene forud for krisen ikke i tilstrækkeligt omfang havde afspejlet virksomhedernes økonomiske nøgletal. Opstramningen af kreditstandarderne bidrog til at begrænse kreditgivningen.

Den samlede kreditgivning til virksomheder og husholdninger fra penge- og realkreditinstitutter lå både under og efter finanskrisen fortsat på et højt niveau set i et længere perspektiv, se figur 2.3.³⁰



³⁰ Se Kim Abildgren, Birgitte Vølund Buchholst, Atef Qureshi og Jonas Staghøj, Realøkonomiske konsekvenser af finanskriser, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 1-50, vol. 50(3,2), september 2011; Kim Abildgren og Andreas Kuchler, Pengeinstitutter, kredit og konjunkturer, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 1-49, vol. 52(2,2), juni 2013.

Bankpakke 3 (Exitpakken) fra juni 2010

Den generelle statsgaranti i Bankpakke 1 udløb den 30. september 2010. Samtidig ophørte muligheden for, at Finansiel Stabilitet A/S kunne overtage nødlidende pengeinstitutter med henblik på en kontrolleret afvikling. Medmindre der blev gennemført lovændringer, ville udgangspunktet herefter være, at nødlidende pengeinstitutter gik i betalingsstandsning eller konkurs. En sådan situation ville have en række konsekvenser. Først og fremmest ville indskydere med tilgodehavender over grænsen for indskydergaranti og andre store kreditorer få et krav i et konkursbo, der først ville blive udbetalt som dividende, når boet var endeligt gjort op, hvilket erfaringsmæssigt kunne tage mange år. Desuden ville indskydere øjeblikkeligt få lukket deres netbank og betalingskort mv., og låntagere ville få opsagt deres lån. Endelig ville et forceret salg af aktiverne i en konkursramt bank normalt betyde, at kreditorerne kunne lide store tab. Konkurs var derfor ikke en hensigtsmæssig måde at afvikle et pengeinstitut på, og man risikerede igen at komme tilbage til en tilstand med statslig redning af pengeinstitutter i vanskeligheder.

Med Bankpakke 3, som blev vedtaget af Folketinget den 25. juni 2010 og trådte i kraft den 1. oktober 2010, blev der gennemført en model for kontrolleret afvikling af mindre og mellemstore nødlidende pengeinstitutter. Denne model indebar, at regningen for tab ikke landede hos skatteyderne men hos aktionærer og store kreditorer.³¹ Det var også det princip, som senere kom til at gælde for EU-reguleringen på området, se kapitel 7.

Afviklingsordningen i Bankpakke 3 udelukkede ikke andre løsninger i form af private overdragelser. Det var udgangspunktet, at modellen i Bankpakke 3 først skulle komme i spil, hvis der ikke kunne findes en markeds-mæssig løsning. Og det var op til det enkelte nødlidende pengeinstitut, om det ville lade sig afvikle gennem den nye ordning i Bankpakke 3 eller efter regelsættet for almindelig konkursbehandling.

Hvis et nødlidende pengeinstitut besluttede sig for at lade sig afvikle via modellen i Bankpakke 3, skulle Finansiel Stabilitet A/S oprette et datterselskab, som kunne overtage aktiviteterne i det nødlidende pengeinstitut og gennemføre en kontrolleret afvikling heraf. Herved blev det sikret, at kunderne i et nødlidende pengeinstitut ikke med kort varsel var henvist til at finde en ny bankforbindelse.

Pengeinstitutterne skulle på den førstkomende generalforsamling efter gennemførelsen af Bankpakke 3 tage stilling til, om de på forhånd ville tilslutte sig ordningen. Det opfordrede Nationalbanken pengeinstitutterne til at gøre, men i langt størstedelen af institutterne ønskede generalforsamlingen ikke at give et sådant forhåndstilsagn. De foretrak at lade det være op

31 Se side 17 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2010*; side 19 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2011*; side 8, 37, 43-45 og 138-142 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2011*; side 319-321 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013; Danmarks Nationalbanks svar på Høring vedrørende forslag til lov om ændring af lov om finansiel stabilitet, lov om finansiel virksomhed, lov om en garantifond for indskydere og investorer mv. af 7. april 2010.

til pengeinstituttets bestyrelse at træffe beslutning om valget af afviklingsform, når og hvis det blev aktuelt.

Om afviklingsordningen i Bankpakke 3

”Som jeg tidligere har understreget, er det vigtige for samfundet ikke det enkelte instituts overlevelse, men den uforstyrrede videreførelse af de sunde aktiviteter. Man skal kunne komme til sine konti, bruge sit Dankort, aftalte regninger skal betales osv. Som lovgivningen er indrettet, er pengeinstitutterne desværre ikke forpligtet til at deltage i ordningen, men alene til på forhånd ved en generalforsamling at tage stilling til, om de vil tilslutte sig ordningen nu. Siger de nej, skaber det usikkerheden om, hvorvidt de vil gøre det, hvis det bliver aktuelt.

Under sit nylige besøg udtalte Valutafonden sig positivt om den danske afviklingsordning og anbefalede, at institutter, der ikke tilslutter sig ordningen på forhånd, pålægges et ekstra kapitalkrav. Jeg håber, det kan gå af frivillighedens vej og vil i dag nøjes med en opfordring til institutterne om at tilslutte sig ordningen på de forestående generalforsamlinger.”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde, 6. december 2010.

Amagerbanken og Bankpakke 3

Afviklingsordningen i Bankpakke 3 blev første gang anvendt i februar 2011, hvor Amagerbanken blev nødlidende.³² Amagerbanken havde som tidligere nævnt fået likviditetsstøtte fra Nationalbanken i 2008. Amagerbanken var det 9.-største pengeinstitut i Danmark og havde i årene forud for den finansielle krise haft en voldsom udlånsvækst, især inden for ejendomsfinansiering. Der kom store nedskrivninger på disse eksponeringer, som gjorde det nødvendigt med tilførsel af ny kapital i december 2009 og september 2010. En fornyet gennemgang af bankens engagementer viste imidlertid behov for yderligere nedskrivninger, og Amagerbankens bestyrelse måtte fredag den 4. februar 2011 konstatere, at banken havde en negativ egenkapital og ikke længere opfyldte lovens solvenskrav. Da det ikke viste sig muligt at nå frem til en markedsræssig løsning, traf bestyrelsen beslutning om at lade banken afvikle gennem Finansiell Stabilitet A/S i overensstemmelse med modellen i Bankpakke 3.

Amagerbankens aktionærer og ejere af efterstillet kapital måtte anse hele deres investering som tabt, og simple kreditorer fik reduceret deres tilgodehavender i det omfang, de ikke var dækket af Indskydergarantifonden. Det blev bemærket internationalt, at det ikke alene var aktionærer men også kreditorer, som måtte bære tab.

32 Se Brian Liltoft Andreassen og Ulrik Løgtholdt Poulsen, Håndtering af nødlidende pengeinstitutter i Danmark, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 79-94, vol. 50(3,1), september 2011.

Om "Armageddon Bank"

"As no acquirer or investor could be found in such a short period of time (i.e. over the weekend), the supervisory board of the bank elected for the bank to be wound down under the new Danish legislation approved in June 2010 and in force since 1 October 2010. Hence, all the assets and some liabilities have been transferred to a new company, Amagerbanken af 2011 A/S, which is wholly owned by Financial Stabilitet A/S, the government's bank resolution fund. Equity and subordinated debt are to stay at the bankrupt entity and hence most likely be wiped out.

(...)

Unsurprisingly, we hear that Amagerbanken has been nicknamed 'Armageddon Bank' in some of the more hyperbolic circles of the bank debt investment community."

Citat fra artiklen *Armageddon Bank* af Tracy Alloway i Financial Times Alphaville, 17. februar 2011.

Mandag den 7. februar 2011 kunne en nystiftet datterbank af Finansiell Stabilitet A/S (Amagerbanken af 2011) slå dørene op for kunderne. Amagerbankens registreringsnummer og konto i Nationalbanken var forinden blevet overført til den nye bank. Da det var første gang, at afviklingsordningen i Bankpakke 3 blev anvendt, var der en vis usikkerhed blandt enkelte af Amagerbankens udenlandske modparter, som ikke turde gennemføre betalinger til Amagerbanken af 2011. Det betød, at den nye bank i en kort periode var afskåret fra at gennemføre andet end rent indenlandske betalinger. Men hovedparten af kunderne blev ikke påvirket af overdragelsen og kunne fortsat anvende deres betalingskort og netbank som sædvanligt. Desuden kunne både kunder og modparter foretage betalinger til den nye bank uden risiko for, at pengene ville gå tabt i konkursboet efter Amagerbanken.

Med afviklingsordningen i Bankpakke 3 var der sendt et klart signal om, at pengeinstitutternes store kreditorer fremover måtte påregne tab, hvis pengeinstituttet blev nødlidende. Det svarede til vilkårene for kreditorer i andre private erhvervsvirksomheder og bidrog efter Nationalbankens opfattelse til at reducere pengeinstitutternes risikotagning og skabe et mere robust finansielt system.

I kølvandet på den første anvendelse af afviklingsordningen i Bankpakke 3 nedjusterede kreditvurderingsbureauet Moody's vurderingen af flere danske pengeinstitutter med henvisning til en revurdering af sandsynligheden for, at den danske stat fremover ville redde en bank uden tab for kreditorerne.

Der var ikke tegn på, at introduktionen af afviklingsordningen i Bankpakke 3 i 2010 førte til nogen væsentlig stigning i de renter, som mindre og mellemstore pengeinstitutter kunne låne til i det danske pengemarked

sammenlignet med renterne for store pengeinstitutter.³³ Det gjaldt heller ikke omkring afviklingen af Amagerbanken i februar 2011 eller den efterfølgende anvendelse af afviklingsordningen i Bankpakke 3 i forhold til Fjordbank Mors i juni 2011.³⁴

Om Bankpakke 3 og rating af danske banker

”Moody’s har nedjusteret en række danske pengeinstitutters rating. Det måtte komme som en logisk konsekvens af Bankpakke 3, der har været i kraft siden 1. oktober 2010 (...) Efter min opfattelse er Bankpakke 3 det rigtige system. Vi kan ikke blive ved med at lade staten holde hånden under pengeinstitutternes store kreditorer. Moody’s nedjustering vil givetvis øge pengeinstitutternes finansieringsomkostninger, så de i højere grad afspejler de risici, pengeinstitutterne løber. De samlede virkninger af Bankpakke 3 vil medvirke til at skabe et mere robust og selv bærende finansielt system, som tager færre risici.”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Nils Bernstein i pressemeddelelsen *Moody’s og danske banker*, 16. februar 2011.

Bankpakke 4 (Konsolideringspakken) fra august 2011

Den 25. august 2011 indgik regeringen en politisk aftale om Bankpakke 4 med bredt flertal af Folketingets øvrige partier.³⁵ Formålet med aftalen var at give sunde pengeinstitutter et større incitament til helt eller delvist at overtage et andet nødlidende pengeinstitut. Bankpakke 4 indeholdt to hovedelementer:

- Der blev gennemført en medgiftsordning, som indeholdt to forskellige modeller. I den første model blev der åbnet mulighed for, at et sundt pengeinstitut kunne få en medgift fra Indskydergarantifonden og staten i forbindelse med fuld overtagelse af et nødlidende pengeinstitut (bortset fra aktiekapital og efterstillet kapital). I den anden model kunne Finansiell Stabilitet A/S få en medgift fra Indskydergarantifonden og staten i forbindelse med overtagelse af alle dele af et nødlidende institut (bortset fra aktiekapital og efterstillet kapital) og efterfølgende overdrage de sunde dele af instituttet til et andet, sundt pengeinstitut.

33 Se side 38-39 i Kim Abildgren, Nicolaj Albrechtsen, Mark Strøm Kristoffersen, Søren Truels Nielsen og Rasmus Tommerup, *The short-term Danish interbank market before, during and after the financial crisis*, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 99, november 2015.

34 Se side 423-424 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

35 Se side 20 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2011*; side 21 og 29 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2012*; side 16 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 3. kvartal 2011*, del 1; side 322-323 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

Denne overdragelse skulle som minimum omfatte alle engagementer med privatkunder. Det var en forudsætning for anvendelse af medgiftsordningen, at løsningen gav lavere omkostninger for såvel Indskydergarantifonden som staten end en situation, hvor det nødlidende pengeinstitut blev afviklet efter modellen i Bankpakke 3.

- For at understøtte pengeinstitutternes konsolidering blev der indført en ordning med individuel statsgaranti ved fusion. Her kunne pengeinstitutter under en række betingelser frem til udgangen af 2013 søge om en individuel statsgaranti frem til udgangen af 2016 i forbindelse med en fusion, hvis fusionen udløste forfald af eksisterende seniorgæld, eller hvis mindst et af de to fusionerende institutter havde en individuel statsgaranti.

Medgiftsordningen i Bankpakke 4 blev anvendt første gang i oktober 2011 i forbindelse med Sparekassen Sjællands overtagelse af dele af den nødlidende Max Bank. Medgiften fra Indskydergarantifonden og staten betød, at Max Bank kunne håndteres uden tab for indskydere og andre ikke-eftersillede kreditorer. I april 2012 blev der ydet medgift ved Sparekassen Kronjyllands overtagelse af aktiviteterne i den nødlidende Sparekassen Østjylland og Den Jyske Sparekasses overtagelse af aktiviteterne i den nødlidende Spar Salling Sparekasse.

Den individuelle statsgaranti efter ordningen i Bankpakke 4 blev ydet to gange i marts 2012. Det gjorde den ved fusionen mellem Vestjysk Bank og Aarhus Lokalbanc og ved fusionen mellem Den Jyske Sparekasse og Sparekassen Farsø.

Bankpakke 5 (Udviklingspakken) fra marts 2012

I begyndelsen af marts 2012 blev der indgået politisk aftale om den sidste krisehåndteringspakke (Bankpakke 5) mellem forligspartierne bag de tidligere bankpakker. Formålet med aftalen var at sikre især små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering.³⁶ Bankpakke 5 indeholdt overordnet set tre elementer:

- Aftalen gav mulighed for, at Finansiell Stabilitet A/S kunne overtage og afvikle en portefølje af FIH Erhvervsbankens ejendomsrelaterede udlån, som banken havde opbygget i årene før finanskrisen. Det ville give FIH Erhvervsbank likviditet, som kunne anvendes til at indfri gæld med individuel statsgaranti. FIH Erhvervsbank havde lån med individuelle statsgarantier på i alt 42 mia. kr., som forfaldt i 2012 og 2013, men banken stod over for betydelige udfordringer med at refinansiere denne gæld. Hvis banken ikke kunne gennemføre refinansieringen, ville staten være forpligtet til at indfri den statsgaranterede gæld. Såfremt tilbagebetalingen skulle håndteres gennem afvikling af eksisterende lån, ville det kræve en kraftig udlånsreduktion i FIH Erhvervsbank og dermed reducere bankens mulighed at fungere som specialiseret erhvervsbank

³⁶ Se pressemeddelelsen *Udviklingspakken – Initiativer til fremme af især små og mellemstore virksomheders finansiering* fra Erhvervs- og Vækstministeriet, 2. marts 2012; side 20 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2012*; side 18 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2012, del 1*; side 31 og 63 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2012*.

for små og mellemstore virksomheder. I juli 2012 overtog Finansiell Stabilitet A/S ejendomsengagementer for 17,6 mia. kr. fra FIH Erhvervsbank. Overdragelsen skete til anslåede markedsværdier og i overensstemmelse med statsstøttereglerne. Endvidere var Finansiell Stabilitet A/S sikret fuld kompensation fra FIH Erhvervsbanks moderselskab (FIH Holding), hvis der opstod økonomiske tab i forbindelse med afviklingen af ejendomsengagementerne.³⁷ Det var en del af Bankpakke 5, at FIH-modellen ville være tilgængelig for andre pengeinstitutter, der var i samme situation som FIH, og som kunne opfylde krav til tabskaution mv. Alm. Brand Bank udtalte offentligt, at den ville se nærmere på modellen, men den kom ikke i anvendelse for andre pengeinstitutter.

- Der blev fremsat planer om at etablere et institut for landbrugsfinansiering. Det skulle give levedygtige landbrug bedre adgang til finansiering af nye aktiviteter. Initiativet kom på baggrund af, at Finansiell Stabilitet A/S havde haft vanskeligt ved at afsætte overtagne, levedygtige landbrug til andre pengeinstitutter. I maj 2012 indgik Finansrådet, Landbrug & Fødevarer, Nykredit, DLR Kredit og Finansiell Stabilitet A/S en aftale om at etablere Landbrugets Finansieringsbank, LFB, med et kapitalgrundlag på 300 mio. kr. LFB kunne – med accept fra den pågældende landmand – overtage levedygtige landbrugsengagementer fra såvel Finansiell Stabilitet A/S som andre pengeinstitutter.³⁸
- Eksportlåneordningen under Eksport Kredit Fonden, der var blevet indført i forbindelse med Bankpakke 2, blev forøget med 15 mia. kr. Desuden fik Vækstfonden bl.a. mulighed for at udstede ansvarlige lån, som er efterstillet anden gæld og kan regnes som egenkapital, til små og mellemstore virksomheder inden for en ramme på 500 mio. kr.

Kraftig udlånsvækst og betydelig eksponering mod ejendomssektor i kriseramte banker

Finanskrisen påvirkede hele den finansielle sektor, men nogle pengeinstitutter var mere eksponerede end andre. Adskillige af de pengeinstitutter, som blev nødlidende og måtte ophøre i løbet af finanskrisen, adskilte sig fra banksektoren som helhed på en række centrale parametre. De havde haft kraftig udlånsvækst forud for krisen, mange store engagementer, stort indlånsunderskud og en betydelig eksponering mod ejendomssektoren. Mange af de pengeinstitutter, som ophørte i anden halvdel af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne, var også karakteriseret ved en høj udlånsvækst og store ejendomsrelaterede engagementer.³⁹

37 FIH Erhvervsbank blev senere afviklet og ophørte i 2016, se side 32 i Finanstillsynet, *Pengeinstitutter. Markedsudvikling 2016*.

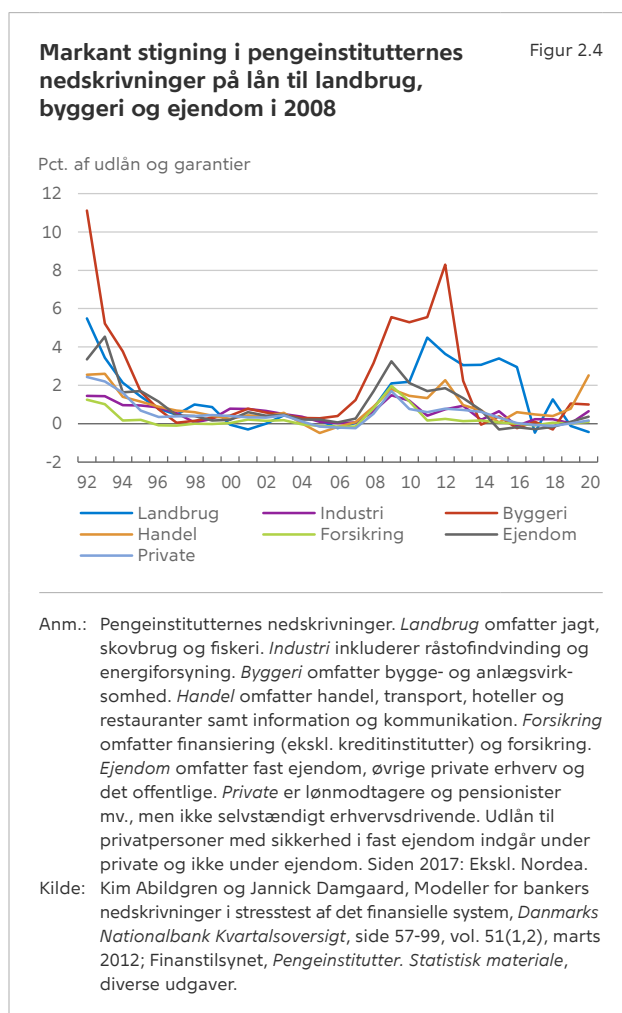
38 I 2017 blev det besluttet at foretage en gradvis afvikling af LFB og overdrage administrationen af LFB's udlånsportefølje til DLR Kredit, se pressemeddelelsen *Landbrugets FinansieringsBank afvikles og administrationen af udlånsporteføljen m.v. overdrages til DLR Kredit* fra LFB, 15. august 2017; pressemeddelelsen *Afvikling af aktiviteterne i Landbrugets Finansieringsinstitut (Tidligere Landbrugets Finansieringsbank)* fra Finansiell Stabilitet A/S, 31. maj 2021.

39 Se side 22-23 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2. halvår 2008*; side 249-267 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013; side 134 i Kim Abildgren og Jens Thomsen, *En fortælling om to bankkriser, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 121-140, vol. 50(1,1), marts 2011.

De pengeinstitutter, som i løbet af finanskrisen gik konkurs eller blev overtaget af andre institutter, var desuden i gennemsnit mindre effektive til at producere serviceydelser på den mest omkostningsbevidste måde sammenlignet med de overlevende institutter. Konsolideringen i banksektoren under finanskrisen bidrog dermed til en stigning i den gennemsnitlige effektivitet i sektoren.⁴⁰

Krisen gav store nedskrivninger på bankernes lån til landbrug, byggeri og ejendom

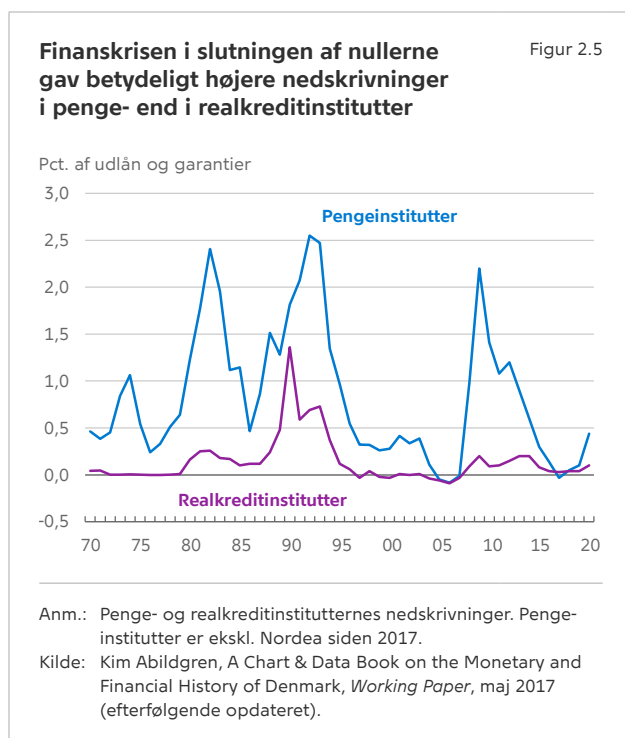
Pengeinstitutternes nedskrivninger steg markant i 2008, navnlig for udlån til landbrug, byggeri og ejendom, se figur 2.4. Det var i stor udstrækning udlån til de samme erhvervssektorer, som gav høje nedskrivninger på bankernes udlån i begyndelsen af 1990'erne.



40 Se side 37-45 i Kim Abildgren, Nicolai Møller Andersen, Mark Strøm Kristoffersen og Andreas Kuchler, Produktivitet og omkostningseffektivitet i den finansielle sektor i Danmark, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 1-62, vol. 52(4,2), december 2013.

Nedskrivningerne på udlån til private var derimod forholdsvis lave under finanskrisen. Det skal ses på baggrund af, at ledigheden trods stigning stadig lå på et meget lavt niveau. Desuden nød husholdningernes økonomi godt af et lavt niveau for såvel de korte som lange boligrenter opgjort efter skat.⁴¹

Set i et lidt længere perspektiv lå pengeinstitutternes nedskrivningsprocenter under finanskrisen på samme niveau som under lavkonjunkturerne i begyndelsen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne, se figur 2.5. Det må dog i den sammenhæng tages i betragtning, at det økonomiske tilbageslag under finanskrisen – og dermed pengeinstitutternes nedskrivninger – uden tvivl ville være blevet større, hvis der ikke var blevet gennemført de mange omfattende statslige støtteindgreb i form af bankpakker mv.⁴²



41 Se side 128-130 i Kim Abildgren og Jens Thomsen, En fortælling om to bankkriser, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 121-140, vol. 50(1,1), marts 2011.

42 Se side 95 i Kim Abildgren og Jannick Damgaard, Modeller for bankers nedskrivninger i stress-test af det finansielle system, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 57-99, vol. 51(1,2), marts 2012.

Realkreditinstitutternes nedskrivninger lå på et meget lavere niveau under finanskrisen end i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne. Det hang sammen med et betydeligt lavere niveau for ledighed og tvangsauktioner. De lave nedskrivninger under finanskrisen gav realkreditinstitutterne plads til øgede udlån, som bidrog til at tilfredsstille kreditefterspørgslen fra husholdninger og virksomheder i en periode, hvor banksektoren havde behov for at reducere udlånseksponeringen. Dette skift i fordelingen mellem bank- og realkreditlån havde man ligeledes set i tidligere perioder med krise i banksektoren (1922-1933 og 1987-1993).⁴³

Ekspertudvalg om læren fra finanskrisen

I januar 2012 nedsatte regeringen et ekspertudvalg, som skulle belyse årsagerne til finanskrisen og vurdere de opstramninger, som på det tidspunkt allerede var iværksat efter krisen.⁴⁴ Udvalget fik professor Jesper Rangvid som formand og bestod af repræsentanter fra Danmark Nationalbank, Finanstilsynet, Finansministeriet, Økonomi- og Indenrigsministeriet samt Erhvervs- og Vækstministeriet. Desuden deltog 5 sagkyndige medlemmer i udvalget⁴⁵. Udvalget blev sekretariatsbetjent af medarbejdere fra ministerierne, Finanstilsynet og Nationalbanken. Efter 33 møder fremlagde udvalget sin omfattende rapport (Rangvid-rapporten) i september 2013.⁴⁶ I rapporten fastslog udvalget, at finanskrisen var et resultat af et komplekst samspil af mange nationale og internationale faktorer:

*"... en forholdsvis høj og tilsyneladende holdbar økonomisk vækst, der medførte en udbredt optimisme og deraf følgende generel undervurdering af risiko, procyklisk (konjunkturmedløbende) finanspolitik, procyklisk regulering af den finansielle sektor, lempelige finansielle vilkår, risikosøgende kreditinstitutter og utilstrækkelig selskabsledelse i en række pengeinstitutter."*⁴⁷

Som lille, åben økonomi kunne Danmark ifølge udvalget ikke have undgået at blive ramt af den internationale finanskrise, og krisen og dens omfang var generelt ikke blevet forudset, hverken i Danmark eller i andre lande.

43 Se side 42-45 i Kim Abildgren og Andreas Kuchler, Pengeinstitutter, kredit og konjunkturer, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt, side 1-49, vol. 52(2,2), juni 2013.

44 Se pressemeddelelsen *Udvalg om finanskrisens årsager er nedsat* fra Erhvervs- og Vækstministeriet, 24. januar 2012.

45 Professor Anders Grosen, professor Finn Østrup, professor Peter Møgelvang-Hansen, tidligere bankdirektør Peter Schütze og tidligere nationalbankdirektør Jens Thomsen.

46 Se meddelelsen *Rapport fra Udvalget om finanskrisens årsager* fra Erhvervs- og Vækstministeriet, 18. september 2013; Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

47 Citat fra side 15 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

Samtidig var det dog også udvalgets vurdering, at dansk økonomi og en betydelig del af de danske kreditinstitutter havde bragt sig i en sårbar position på en række punkter, inden krisen brød ud.⁴⁸

Finanspolitikken i Danmark var inden krisen konjunkturmedløbende. Dermed dæmpede finanspolitikken ikke højkonjunktoren inden krisen, men øgede presset på arbejdsmarkedet og økonomien generelt.

Der var prisbobler på markederne for både private ejerboliger (enfamiliehuse og ejerlejligheder), boligudlejningsejendomme og landbrugsjord. Fastfrysningen af ejendomsværdiskatterne og nye former for realkreditlån havde bidraget til at stimulere boligefterspørgslen. De store prisstigninger på især erhvervsejendomme var blevet ledsaget af store udlån til finansiering af handel med og bygning af ejendomme fra især mindre og mellemstore pengeinstitutter. Og dårlig selskabsledelse gjorde en del af disse pengeinstitutter unødigt sårbare:

”En del mindre og mellemstore pengeinstitutters udlån steg meget kraftigt inden krisen og var ofte koncentreret på få sektorer, primært erhvervsejendomme med boligudlejning til formål. Flere af disse institutter var i årene inden krisen præget af utilstrækkelig selskabsledelse, herunder svage bestyrelser uden speciel erfaring med, eller viden om, finansielle forhold, og mangelfuldt kredithåndværk i form af lemfældig kreditgivning og svage kreditkompetencer.”⁴⁹

Store indlånsunderskud i de danske pengeinstitutter gjorde institutterne følsomme over for udsving i likviditetssituationen på de internationale finansielle markeder. I den forbindelse fremhævede udvalget, at institutterne i årene forud for krisen ikke havde haft tilstrækkelig opmærksomhed på, at markedsfinansieringen kunne tørre ud.

Lempelserne af den finansielle regulering i årene op til krisen blev nævnt af udvalget, da lempelserne blev anvendt til øgede udlån, så pengeinstitutternes polstring med kapital blev reduceret på et u hensigtsmæssigt tidspunkt i konjunkturcyklen.

Udvalget fremhævede også Nationalbankens kommunikation, der advarede om overophedningen af dansk økonomi forud for krisen. Rapporten nævnte, at Nationalbanken havde påpeget forskellige risici i den finansielle sektor, men at kommunikationen på dette område havde været mindre klar,

48 Se side 15-20 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

49 Citat fra side 20 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

samtidig med at det efterfølgende viste sig, at Nationalbanken (og Finanstilsynet) havde undervurderet de likviditetsrisici, som var forbundet med pengeinstitutternes store indlånsunderskud:

“Nationalbanken påpegede i årene op til krisen forskellige risici ved pengeinstitutternes forretningsmodel, herunder den høje udlåns-vækst. Overordnet vurderede Nationalbanken imidlertid penge-institutsektoren som robust helt indtil sommeren 2008. Derfor frem-stod Nationalbankens kommunikation om risiciene i den finansielle sektor ikke så klar, som bankens advarsler om overophedningen af dansk økonomi, selv når det tages i betragtning, at det faktiske fald i økonomien blev væsentligt kraftigere end forudset, som følge af eskaleringen af den internationale finansielle krise i efteråret 2008. Efterfølgende kan det konstateres, at Nationalbanken og Finanstil-synet undervurderede de likviditetsrisici, der kunne opstå som følge af det hastigt voksende og meget store indlånsunderskud, der blev opbygget i pengeinstitutterne forud for krisen, ligesom overvågningen af pengeinstitutternes likviditetsrisici ikke var tilstrækkelig.”⁵⁰

En mere klar og målrettet kommunikation af budskaber var en af de ting, som Nationalbanken arbejdede med efter krisen. Desuden etablerede Nationalbanken og Finanstilsynet i fællesskab et nyt og detaljeret overvågningssystem, som skulle øge myndighedernes indsigt i de likviditetsrisici, som pengeinstitutterne påtog sig.⁵¹

Som et af de positive elementer fremhævede Rangvid-udvalget, at der på internationalt plan var iværksat et arbejde med at øge kapital- og likviditetskravene til bankerne i lyset af krisen.⁵² For Danmark specifikt anbefalede udvalget, at ejendomsbeskatningen blev ændret, så den igen fulgte udviklingen i boligpriserne.⁵³ Men udvalget gjorde også opmærksom på, at det aldrig kunne garanteres, at der ikke igen kunne opstå en ny finansiell krise. Det gjaldt, uanset hvilke regulerings- og tilsynsmæssige tiltag der blev gennemført.⁵⁴

Kapital, likviditet og boligbeskatning var nogle af de hovedemner, som kom til at præge den reguleringsmæssige opfølgning på krisen.

50 Citat fra side 19 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

51 Se side 17 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2009*; side 17 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2010*.

52 Se side 35 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

53 Se side 30 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

54 Se side 27 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

Om advarslerne fra Nationalbanken inden krisen

”Man kan diskutere om vi advarede kraftigt nok – det skal jeg nok vende tilbage til – men advaret blev der.

(...)

Da der i 2004 blev givet skattelettelse udtalte Nationalbanken, at skattelettelse kun var forsvarlige, hvis der var vilje til at foretage modsvarrende stramninger senere hen, når konjunktursituationen krævede det. I 2006 foreslog Nationalbanken, at finanspolitikken blev strammet. Og gentog det senere. Det var ikke et råd, regeringen fulgte. Der var heller ingen støtte fra oppositionen. Og da jeg i 2006 foreslog en stramning af realkreditinstitutternes lånegrænser: Begrænset politisk respons! Da jeg i foråret 2008 inden finanskrisen kulminerede talte for, at man lod konjunkturafmatningen slå igennem på arbejdsløsheden, blev der højlydt taget afstand fra denne tanke fra begge sider af det politiske spektrum på trods af, at arbejdsløsheden på dette tidspunkt var under 2 pct., og der var akut mangel på arbejdskraft med det resultat, at de danske lønninger steg langt hurtigere end de udenlandske.”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins indlæg ved Politikens konference *Det lærte vi af finanskrisen*, 12. november 2010.

Om anbefalingerne i rapporten fra Udvalget om finanskrisens årsager

”Udvalget konkluderer, at det er vanskeligt at føre diskretionær økonomisk politik, og at det derfor er vigtigt med automatiske stabilisatorer. Konkret anbefaler udvalget at ændre indretningen af ejendomsbeskatningen, så den følger boligpriserne. Det har Nationalbanken tidligere tilrådt.

Rapporten behandler kravene til kreditinstitutternes kapitalforhold, og udvalget kommer med flere forslag til, hvordan institutterne fremadrettet sikres en robust og gennemskuelig kapitalisering. Det er et vigtigt område, som Nationalbanken mener, at der bør arbejdes videre med.”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Lars Rohde i forbindelse med offentliggørelse af rapport fra Udvalget om finanskrisens årsager, 18. september 2013.

Mærkbare samfundsøkonomiske omkostninger ved finanskrisen

Det er altid vanskeligt at opgøre, i hvilket omfang en finanskriser forværrer et konjunkturforløb.⁵⁵ Det skyldes, at den reale og finansielle del af økonomien gensidigt påvirker hinanden i et kompliceret samspil. Historiske erfaringer fra mange lande viser, at konjunkturedgange med bankkriser har været længere og dybere end andre konjunkturedgange, og at konjunkturopsving efter en bankkrise har været svagere end normalt.

Såvel Nationalbankens som Rangvid-udvalgets analyser pegede på, at den internationale finanskris i slutningen af nullerne havde mærkbare omkostninger for dansk økonomi i form af tabt produktion, i hvert fald på kort og mellemlangt sigt. Det var først i 2014, at det reale BNP igen nåede op over niveauet i 2007.⁵⁶ Der var mange kilder til produktionstab: Den negative påvirkning fra den internationale økonomi; udlånstilbageholdenhed i en kriseramt banksektor; øget usikkerhed om de fremtidige økonomiske udsigter, der medførte lavere forbrug og investeringer hos husholdninger og virksomheder; et knæk i erhvervslivets tillid til, at banksektoren altid kunne stille den efterspurgte kredit og likviditet til rådighed. Disse faktorer tilsammen forstærkede tendensen til konsolidering og gældsnedbringelse hos virksomhederne og lagde en dæmper på investeringsaktivitet og beskæftigelse.

De samfundsøkonomiske omkostninger ved finanskrisen ville uden tvivl være blevet betydeligt større, såfremt staten ikke havde holdt hånden under økonomien med omfattende støtteindgreb i form af garantier og kapitalindskud for at sikre den finansielle stabilitet.

55 Se Kim Abildgren, Birgitte Vølund Buchholst, Atef Qureshi og Jonas Stagghøj, Realøkonomiske konsekvenser af finanskriser, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 1-50, vol. 50(3,2), september 2011; side 360-361 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

56 Se Danmarks Nationalbank, Hvordan har Danmark klaret sig siden finanskrisen?, *Tema*, www.nationalbanken.dk, november 2018. Temaet sammenligner udviklingen i det reale BNP i Danmark siden 2007 med udviklingen i flere nabolande, herunder Sverige og Tyskland.

Nationalbankens låneordninger under finanskrisen

I 2. halvår af 2007 smittede uroen på de amerikanske og europæiske pengemarkeder af på det danske pengemarked: Pengeinstitutterne blev usikre på modparternes kreditværdighed og egen likviditetssituation, og de blev tilbageholdende med at låne ud til hinanden på pengemarkedet.

For at sikre, at pengeinstitutterne havde likviditet i kroner under finanskrisen, gennemførte Nationalbanken i lighed med andre centralbanker mange ekstraordinære tiltag i løbet af krisen. For eksempel blev der oprettet midlertidige lånefaciliteter og udvidelser af den type aktiver, som kunne anvendes som sikkerhed for lån i Nationalbanken.

Selv under den værste del af finanskrisen var det dog lånefaciliteten og sikkerhedsgrundlaget fra før krisen, som bankerne benyttede sig mest af. Det blev derfor med ganske få ændringer de pengepolitiske instrumenter fra før krisen, som Nationalbanken vendte tilbage til efter krisen. De ekstraordinære tiltag var dog vigtige for især mindre pengeinstitutter. De gav institutterne større sikkerhed for at kunne opfylde likviditetskravene i lov om finansiel virksomhed. Desuden sikrede tiltagene, at der var adgang til likviditet for solvente pengeinstitutter, som havde vanskeligt ved at låne i markedet.

En række banker havde gjort sig særligt sårbare forud for krisen ved at opbygge store indlånsunderskud, som i høj grad var finansieret med kortfristede lån på de internationale penge- og kapitalmarkeder. Da der opstod mangel på likviditet i dollar og i euro blandt de danske pengeinstitutter i efteråret 2008, indgik Nationalbanken, som flere andre centralbanker, aftaler med den amerikanske centralbank, Fed, og Den Europæiske Centralbank, ECB, så Nationalbanken kunne udlåne dollar og euro i et betydeligt omfang til pengeinstitutterne.

Pengepolitik i årene op til finanskrisen

I årene op til finanskrisen var der ikke det store behov for ændringer i de pengepolitiske instrumenter. De pengepolitiske instrumenter er en samlebetegnelse for de låne- og indskudsfaciliteter, som Nationalbanken stiller til rådighed for de fleste penge- og realkreditinstitutter, også kaldet de pengepolitiske modparter. Nationalbanken bruger de pengepolitiske instrumenter til at forsyne banksystemet med likviditet i kroner og styre den korte rente af hensyn til kronekursen.

Ved udgangen af 2006 havde Nationalbanken 115 penge- og realkreditinstitutter som pengepolitiske modparter, og alle penge- og realkreditinstitutter havde adgang til at blive modpart. De institutter, som valgte ikke at være pengepolitisk modpart, klarede deres likviditetshåndtering via konti i andre pengeinstitutter.¹ Det var typisk mindre pengeinstitutter, der skaffede likviditet via andre pengeinstitutter.

Nationalbanken benyttede sig før finanskrisen i store træk af de instrumenter, som var blevet indført i april 1992.² Ved indgangen til 2007 havde de pengepolitiske modparter adgang til to faciliteter i Nationalbanken:³

- Modparterne havde mulighed for at købe indskudsbeviser med 14 dages løbetid eller mod sikkerhed optage pengepolitiske lån med 14 dages løbetid ved de ordinære markedsoperationer på den sidste bankdag i hver uge. Modparterne kunne selv bestemme mængden af disse forretninger til den givne rente.
- Modparterne havde desuden mulighed for at placere anfordringsindskud på en foliokonto, som blev forrentet med foliorenten, der på det tidspunkt var lavere end indskudsbevisrenten. Den lavere foliorente gav modparterne et incitament til at planlægge deres likviditetsbehov og aktivt udveksle likviditet med hinanden på markedsvilkår via pengemarkedet frem for passivt at placere likviditet på en foliokonto i Nationalbanken.

Nationalbanken foretog ekstraordinære markedsoperationer ved køb og salg af indskudsbeviser, når der opstod behov for at justere likviditeten på pengemarkedet. Det var typisk tilfældet i forbindelse med kendte udsving i statens betalinger eller ved større, uventede likviditetsudsving.

1 Se side 39 i Danmarks Nationalbank, *Pengepolitik i Danmark*, 3. udgave 2009.

2 Se kapitel 3 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010.

3 Se side 40 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2006*.

Der var fastsat en ramme for de pengepolitiske modparterers indskud på foliokonti ved udgangen af det pengepolitiske døgn⁴. Den samlede ramme var på omkring 25 mia. kr., som var fordelt på individuelle foliorammer til de enkelte modparter. Formålet med foliorammerne var at sikre, at der ikke kunne opbygges store indskud på foliokonti i Nationalbanken, som kunne anvendes til spekulation i renteændringer og valutakursbevægelser. Den samlede ramme havde en størrelse, så systemet med foliorammer ikke var til gene for den daglige betalingsafvikling.

Den væsentligste ændring af de pengepolitiske instrumenter i årene op til finanskrisen var overgangen fra 14 til 7 dages løbetid på pengepolitiske lån og indskudsbeviser i maj 2007. Formålet med ændringen i løbetiden var at begrænse store udsving i dag til dag-renten i forbindelse med forventninger om renteændringer, se boks 3.1. Der var tale om en rent teknisk ændring, som forløb gnidningsfrit⁵, og 7 dages løbetid svarede til løbetiden på pengepolitiske lån i euroområdet.

4 Det pengepolitiske døgn løb i begyndelsen af 2007 fra kl. 16.00 til kl. 15.30 den efterfølgende dag. I forbindelse med overgangen til et nyt betalingssystem (Kronos2) blev åbningstidspunktet den 20. august 2018 ændret fra kl. 16.00 til 16.30. Det pengepolitiske døgn blev ændret til at løbe fra kl. 17.30 til kl. 16.45 den efterfølgende dag med virkning fra den 29. oktober 2018 i forbindelse med tilslutning af danske kroner til Target2-Securities, se pressemeddelelsen *Tidspunkt for offentliggørelser ændres som følge af tilslutning til Target2-Securities* fra Nationalbanken, 29. oktober 2018.

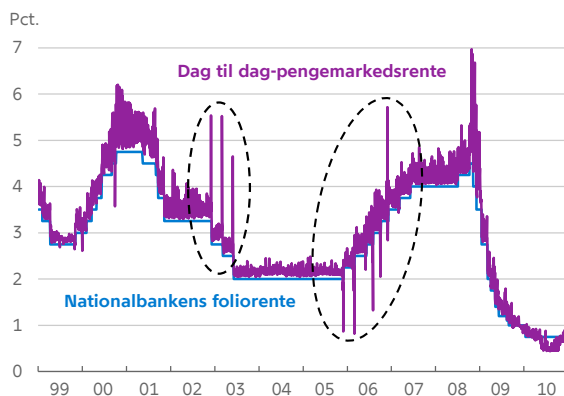
5 Se side 13 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2007*.

Kortere løbetid på pengepolitiske lån og indskudsbeviser for at mindske udsving i dag til dag-renten på pengemarkedet

Boks 3.1

I perioder med forventninger om rentestigninger i euroområdet – og dermed også i Danmark – kunne man før maj 2007 nogle gange se store udsving i dag til dag-renten på det danske pengemarked, se figur.

Store udsving i pengemarkedsrenten på enkelte dage før maj 2007



Anm.: Nationalbankens foliorente og dag til dag-renten på pengemarkedet.

Dag til dag-renten er den daværende tomorrow-next-rente.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Penge- og realkreditinstitutterne ville nødtigt binde likviditet i en 14-dages periode via køb af indskudsbeviser, hvis de forventede en rentestigning, inden beviserne udløb. I disse situationer ville der være rigelig likviditet på pengemarkedet og meget lave dag til dag-renter. Da der var rammer for indskud på folio, kunne dag til dag-renten endda falde under niveauet for foliorenten. Det så man fx flere gange i løbet af 2006. Omvendt var der i perioder med forventning om rentefald stor interesse for køb af 14-dages indskudsbeviser, som havde udløb efter tidspunktet for en rentenedsættelse. Det kunne give knaphed på likviditet i pengemarkedet og store stigninger i dag til dag-renten. Det så man fx i den første del af 2003.

Ved at overgå fra 14 til 7 dages løbetid med virkning fra 3. maj 2007 fik såvel pengepolitiske lån som indskudsbeviser udløb på den dag, hvor en renteændring normalt ville træde i kraft, og løb dermed ikke hen over tidspunktet for en renteændring.

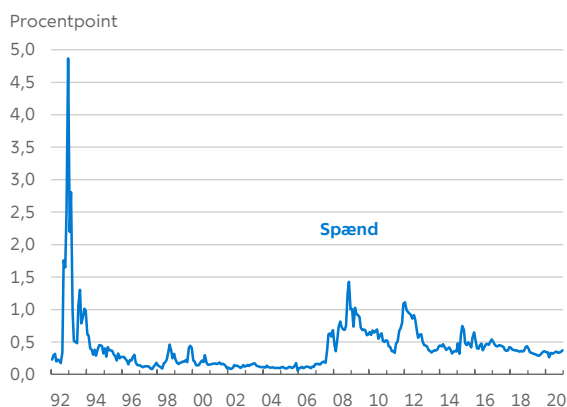
Kilde: Side 21-22 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2007*.

Det danske pengemarked frøs til under finanskrisen

Den uro på de amerikanske finansielle markeder, som blev skabt af tab på subprime-lån, bredte sig til de finansielle markeder i Europa i 2. halvår 2007. Selvom danske banker kun i beskednen grad var direkte eksponeret over for amerikanske subprime-lån⁶, så smittede udviklingen på de amerikanske og europæiske pengemarkeder af på det danske pengemarked. Pengeinstitutterne blev usikre på modparternes kreditværdighed og egen likviditetssituation, og de blev tilbageholdende med at låne ud til hinanden på pengemarkedet. Det viste sig bl.a. i form af en stigning i forskellen mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter og et skift i retning af udlån mod sikkerhed, se figur 3.1 og 3.2. Markedet for lån mellem banker fungerede dårligt, og det blev delvist erstattet af mellemværender med Nationalbanken, i takt med at krisen udviklede sig. Således valgte pengeinstitutter med et likviditetsoverskud i højere grad at placere det i Nationalbanken frem for at låne ud til andre banker. Pengeinstitutter med et likviditetsbehov måtte derfor i højere grad optage lån i Nationalbanken frem for at låne i pengemarkedet.

Spændet mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter blev udvidet i 2. halvår 2007

Figur 3.1

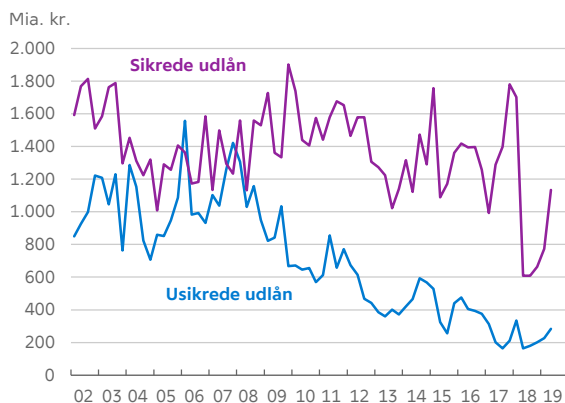


Anm.: Spænd mellem usikrede og sikrede 3-måneders pengemarkedsrenter. Månedssdata. Den usikrede rente er Cibor-satser. Den sikrede rente vedrører repoforretninger til og med juli 2011 og derefter skatkammerbeviser.

Kilde: Kim Abildgren, A Chart & Data Book on the Monetary and Financial History of Denmark, *Working Paper*, maj 2017 (efterfølgende opdateret).

6 Flere større danske banker havde likviditetsforpligtelser til særlige investeringsselskaber, der investerede i subprime-relaterede produkter, og havde i mindre omfang kapitalbeviser i investeringsselskaberne, se side 17 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2008*.

Finanskrisen førte til et fald i usikrede lån på pengemarkedet i årene efter 2007 Figur 3.2



Anm.: Omsætning af dag til dag-udlån på pengemarkedet. Kvartalsdata. Seneste observation er 2. kvartal 2019, hvor statistikken ophørte. *Usikrede lån* omfatter dag til dag-udlåne overnagt (O/N), tomorrow-next (T/N) og spot-next (S/N). *Sikrede udlån* består af repo-forretninger og valuta-swaps (med det ene ben i kroner).
Kilde: Danmarks Nationalbank, Statistikbank.

Som andre centralbanker gennemførte Nationalbanken flere ekstraordinære tiltag for at understøtte bankernes adgang til likviditet, i takt med at krisen udviklede sig til en generel likviditetskrisen og en egentlig finanskris, hvor den finansielle stabilitet var truet.⁷

I den indledende fase af krisen var der ikke behov for at udvide penge- og realkreditinstitutternes lånemuligheder i Nationalbanken. For det første havde alle penge- og realkreditinstitutter som nævnt mulighed for at få adgang til Nationalbankens ugentlige markedsoperationer, hvor de til den givne rente og mod sikkerhed kunne opnå den mængde kronelikviditet, som de efterspurgte. Der var en stor mængde værdipapirer, som kunne anvendes som sikkerhed for lån i Nationalbanken. For det andet havde visse pengeinstitutter opbygget et likviditetsberedskab i form af en beholdning af indskudsbeviser, som kunne sikre dem adgang til likviditet uden for Nationalbankens ordinære markedsoperationer.

Efter krisens indledende fase blev der behov for tiltag, der kunne understøtte penge- og realkreditinstitutternes lånemuligheder. I maj

⁷ Se Morten Kjærgaard og Lars Risbjerg, Finansiell uro, likviditet og centralbankerne, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 37-46, vol. 47(1), marts 2008; Niels Arne Dam og Lars Risbjerg, Centralbankernes tiltag og balancer under krisen, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 105-118, vol. 48(4), december 2009; Anders Jørgensen, Paul Lassenius Kramp, Carina Moselund Jensen og Lars Risbjerg, Penge- og valutamarkedet under krisen, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 67-132, vol. 50(2,2), juni 2011.

og september 2008 oprettede Nationalbanken midlertidige låneordninger (låneobligationer og solvenslån, se nedenfor) for at understøtte især mindre pengeinstitutters likviditetssituation. Låneordningerne blev kun benyttet i begrænset omfang, men tiltagene var sammen med midlertidige udvidelser af sikkerhedsgrundlaget for lån i Nationalbanken vigtige af hensyn til institutters mulighed for at kunne opfylde likviditetskravene i lov om finansiel virksomhed. Desuden sikrede tiltagene, at der var adgang til likviditet for solvente pengeinstitutter, som havde vanskeligt ved at låne i markedet.

For at supplere bankernes adgang til likviditet og understøtte et smidigt forløb i forbindelse med udløbet af de individuelle statsgarantier, som var indført i forlængelse af Bankpakke 2, oprettede Nationalbanken i 2011 og 2012 også midlertidige låneordninger (lån med løbetider på henholdsvis 6 måneder og 3 år) og udvidede midlertidigt sikkerhedsgrundlaget for lån.

I alle de midlertidige låneordninger var renten på lånene linket op på Nationalbankens udlånsrente, evt. med et rentetillæg. Det var vigtigt for at sikre, at Nationalbanken med sin rentepolitik kunne forsvare den faste kronekurs.

I slutningen af 2013 var situationen blevet så stabil, at Nationalbanken kunne begynde at udfase de sidste midlertidige ordninger.⁸ Hermed var man stort set tilbage til de pengepolitiske instrumenter, som man havde før finanskrisen.

Ud over tiltagene til at understøtte pengeinstitutternes adgang til krone-likviditet under krisen foretog Nationalbanken i lighed med flere andre centralbanker også udlån af dollar og euro på basis af aftaler med Fed og ECB, da der opstod mangel på likviditet i dollar og i euro blandt de danske pengeinstitutter i efteråret 2008. Valutaudlånene blev foretaget af hensyn til at sikre bankernes adgang til likviditet i valuta og ikke som led i styringen af kronekursen.

Midlertidige låneordninger i Nationalbanken

Låneobligationer

I maj 2008 åbnede Nationalbanken for en ordning med belåning af en ny type obligationer, kaldet låneobligationer. Det var en særlig type obligationer, som opfyldte visse standardvilkår fastsat af Nationalbanken. De kunne udstedes af pengeinstitutter i Danmark, som havde behov for kronelikviditet. Andre penge- og realkreditinstitutter, som købte låneobligationer, havde mulighed for at belåne dem i Nationalbanken inden for visse rammer af deres kernekapital. Endvidere kunne pengeinstitutter, som købte låneobligationer, medregne dem i deres likviditetsopgørelse i henhold til lov om finansiel virksomhed. Herved kom det ikke til at belaste et pengeinstituts likviditetsopgørelse, såfremt det placerede overskudslikviditet i låneobligationer udstedt af andre pengeinstitutter.

8 Se Nationalbankens pressemeddelelse *Normalisering af sikkerhedsgrundlag og ophør af 6 måneders lån*, 2. december 2013.

Der var i alt 49 pengeinstitutter, som udstedte låneobligationer i løbet af krisen. Udeståendet steg betydeligt i efteråret 2008 og nåede op på omkring 30 mia. kr. De udstedte låneobligationer blev kun i beskedent omfang anvendt som sikkerhed for lån i Nationalbanken. I oktober og november 2008, hvor ordningen blev udnyttet mest, pantsatte 4-5 institutter samlet set låneobligationer til Nationalbanken for op til 1,5 mia. kr.⁹

Om låneobligationer

”Faciliteten er tænkt som en oliekanne, der kan løsne lidt op for långivningen mellem pengeinstitutterne indbyrdes.

Det er ikke et succeskriterium, at faciliteten bliver brugt i større udstrækning. Alene det forhold, at en låneobligation kan belånes hos os, indebærer, at den er en del af likviditetsreserven i det penge- eller realkreditinstitut, der har erhvervet den. Så selv uden belåning i Nationalbanken kan ordningen have en positiv effekt.”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Nils Bernstein i pressemeddelelsen *Nationalbanken åbner ny belåningsfacilitet*, 9. maj 2008.

Solvenslåneordningen

Nationalbanken indførte i september 2008 solvenslåneordningen. Ordningen gav penge- og realkreditinstitutter adgang til at ansøge om en låneramme i Nationalbanken på basis af deres overskydende lovmæssige solvens med fradrag af en margin på 1 procentpoint. Lånerammen kunne medregnes i institutternes likviditet ifølge lov om finansiel virksomhed.

Solvenslåneordningen var baseret på en kreditvurdering efter ansøgning med ledelses- og revisorerklæring om opgørelsen af den overskydende solvens frem for sikkerhedsstillelse over for Nationalbanken.¹⁰ Det var første gang, at Nationalbanken gav generel mulighed for lån uden sikkerhed siden afviklingen af adgangen til usikret kredit inden for dagen i 2. halvdel af 1990'erne.¹¹

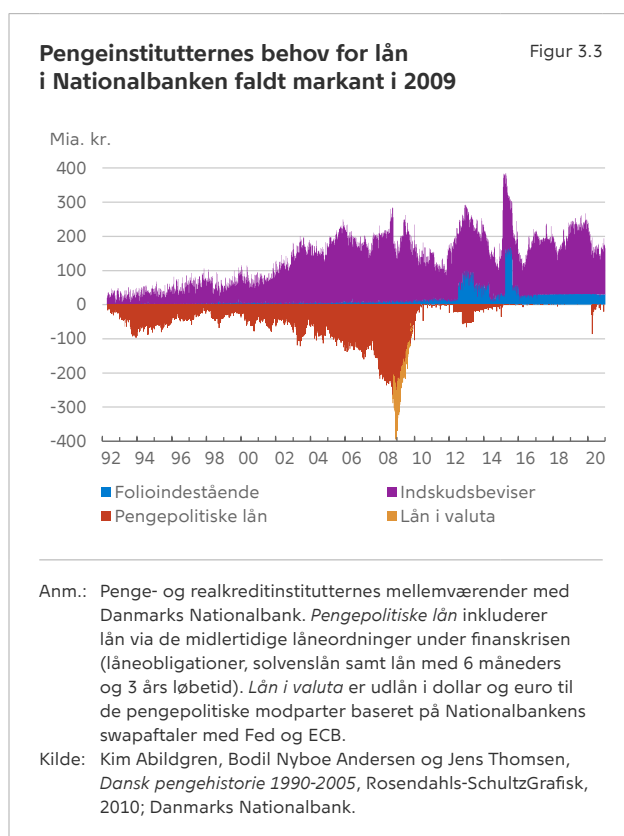
9 Se side 87-88 i Anders Jørgensen, Paul Lassenius Kramp, Carina Moselund Jensen og Lars Risbjerg, *Penge- og valutamarkedet under krisen, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 67-132, vol. 50(2,2), juni 2011.

10 Se side 100 i Kirsten Elisabeth Gürtler og Marianne Rosenbeck, *Nationalbankens sikkerhedsgrundlag – nye aktivtyper set i retligt perspektiv, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 93-107, vol. 52(3,1), september 2013; side 35 i Danmarks Nationalbank, *Den internationale finansielle krise, Kvartalsoversigt*, side 25-41, 4. kvartal 2008.

11 Se side 252 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010.

Den samlede ramme for solvenslån var på sit højeste i april 2009 med 13,7 mia. kr. Af de 38 institutter, der havde en låneramme, var der kun 2 institutter, som optog lån på basis heraf. Lånene var på mellem 10 og 25 mio. kr.¹²

En af årsagerne til den begrænsede anvendelse af låneobligationer og solvenslåneordningen var gennemførelsen af Bankpakke 1 i oktober 2008, som i en toårig periode gav indskydere og andre simple kreditorer fuld sikkerhed for deres tilgodehavender i pengeinstitutter. Det gjorde det lettere for pengeinstitutterne at låne i pengemarkedet. En anden årsag var, at der i juni 2009 blev indført en marginal mellem Nationalbankens udlånsrente og indskudsbevisrente for at give penge- og realkreditinstitutterne et incitament til i højere grad at udligne indbyrdes likviditetsforskelle via pengemarkedet frem for at bruge Nationalbankens låne- og indskudsfaciliteter. Samlet set førte Bankpakke 1 og rentemarginalen til en væsentlig nedgang i optagelsen af pengepolitiske lån i Nationalbanken, se figur 3.3.



12 Se side 88 i Anders Jørgensen, Paul Lassenius Kramp, Carina Moselund Jensen og Lars Risbjerg, Penge- og valutamarkedet under krisen, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 67-132, vol. 50(2,2), juni 2011.

Lån med løbetid på 6 måneder og 3 år

I den sidste del af 2011 og begyndelsen af 2012 gav Nationalbanken de pengepolitiske modparter adgang til at optage lån mod sikkerhed med 6 måneders og 3 års løbetid for at supplere pengeinstitutternes adgang til likviditet og lette overgangen ved udløbet i 2012-13 af de individuelle statsgarantier, som blev indført i forlængelse af Bankpakke 2. Endvidere kunne pengeinstitutterne medregne de 3-årige lån i Finanstilsynets mål for stabil finansiering.¹³ Nationalbanken indførte muligheden for at optage 3-årige lån i slutningen af 2011, samtidig med at ECB indførte 3-årige lån for de pengepolitiske modparter i euroområdet.

Der var kun meget få pengeinstitutter, som benyttede sig af 6-måneders-udlånsfaciliteten.¹⁴ Derimod var der større efterspørgsel efter de 3-årige lån, som ved udgangen af 2012 havde et udestående på 53 mia. kr. De 3-årige udlån udgjorde ultimo 2012 næsten hele det pengepolitiske udlån.¹⁵ De 3-årige lån kunne førtidsindfris på ugebasis seks måneder efter optagelse. Det blev en stor del af lånene.¹⁶

Midlertidige udvidelser af sikkerhedsgrundlaget for lån i Nationalbanken

Sikkerhedsgrundlaget for lån i Nationalbanken blev udvidet ad flere omgange i løbet af finanskrisen. Udvidelserne havde to formål: For det første gav de de pengepolitiske modparter mulighed for at belåne en større del af deres aktiver i Nationalbanken. For det andet gav de pengeinstitutterne mulighed for at medregne aktiverne ved opgørelsen af deres likviditet i henhold til lov om finansiel virksomhed.¹⁷

I september 2008 blev sikkerhedsgrundlaget bl.a. udvidet med investeringsforeningsbeviser samt noterede og unoterede aktier. Udvidelsen med unoterede aktier gjorde det fx muligt for pengeinstitutterne at stille sikkerhed i aktier udstedt af deres fællesejede selskaber, fx PBS og VP Securities.

Udvidelsen af sikkerhedsgrundlaget i september 2008 blev kun i mindre grad anvendt som basis for lån i Nationalbanken. Ultimo april 2009 havde 18 danske penge- og realkreditinstitutter pantsat aktier mv. for i alt omkring 3 mia. kr., heraf omkring 1 mia. kr. i unoterede aktier. Til sammenligning kan

13 Se Danmarks Nationalbank, Nye lånemuligheder i Nationalbanken, *Kvartalsoversigt*, side 43-45, 4. kvartal 2011 – del 1; Lars Risbjerg og Thomas Sangill, Nationalbanken og pengeinstitutternes likviditet, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 87-97, vol. 51(1,1), marts 2012.

14 Se Danmarks Nationalbank, Normalisering af sikkerhedsgrundlaget og ophør af 6-måneders lån, *Kvartalsoversigt*, side 89-90, 4. kvartal 2013 – del 1.

15 Se side 16 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2012*.

16 Se side 44 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2013*; side 20 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 1. halvår 2014*.

17 Se Astrid Henneberg Poffet, Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 121-133, vol. 49(2), juni 2010; Lars Risbjerg og Thomas Sangill, Nationalbanken og pengeinstitutternes likviditet, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 87-97, vol. 51(1,1), marts 2012; Kirsten Elisabeth Gürtler og Marianne Rosenbeck, Nationalbankens sikkerhedsgrundlag – nye aktivtyper set i retligt perspektiv, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 93-107, vol. 52(3,1), september 2013.

nævnes, at den samlede værdi af sikkerheder pantsat til Nationalbanken ved udgangen af april 2009 var på 332 mia. kr. Selv under den værste del af krisen var det således i altovervejende grad sikkerhedsgrundlaget fra før krisen, der blev anvendt som baggrund for lån i Nationalbanken.¹⁸

Der blev gennemført flere andre ændringer af sikkerhedsgrundlaget i løbet af krisen, herunder udvidelsen i oktober 2011 med pengeinstitutternes egne udlån af god bonitet. Formålet med udvidelsen i oktober 2011 var at give pengeinstitutterne bedre adgang til likviditet forud for udløbet af de individuelle statsgarantier. Udlån udgjorde langt den største aktivpost på pengeinstitutternes balancer, og pengeinstitutterne havde lån med en belåningsværdi på omkring 400 mia. kr., som opfyldte kravene til at kunne indgå i sikkerhedsgrundlaget. Udlån godkendt som belånbare i Nationalbanken kunne medregnes i pengeinstitutternes likviditetsopgørelse i henhold til lov om finansiell virksomhed.

Behovet for at anvende egne udlån af god bonitet som sikkerhed for lån i Nationalbanken var dog begrænset. I juli 2013 var der for omkring 35 mia. kr. udlån godkendt til belåning i Nationalbanken, og det var kun omkring 20 pct. heraf, som var pantsat til Nationalbanken. Pantsatte udlån tegnede sig for omkring 6 pct. af samtlige aktiver, som var pantsat til Nationalbanken som sikkerhed for lån.

Nationalbankens udlån af dollar og euro

De danske pengeinstitutter havde i årene forud for krisen opbygget et stort indlånsunderskud (herunder i institutternes udenlandske enheder), som i høj grad var finansieret med kortfristede lån på de internationale penge- og kapitalmarkeder. Da den internationale finansielle krise eskalerede i efteråret 2008, opstod der mangel på likviditet i dollar og i euro blandt de danske pengeinstitutter. De store danske banker stod for størstedelen af indlånsunderskuddet, men de små og mellemstore pengeinstitutter havde også et betydeligt indlånsunderskud og behov for valuta, som de stort set kun havde adgang til via de store institutter.¹⁹

Det var ikke mindst det amerikanske marked for udstedelse af kortfristede gældsbeviser i dollar – såkaldte commercial papers (CP'er) – som fungerede dårligt under finanskrisen.

De danske pengeinstitutters behov for likviditet i dollar og euro blev imødekommet på tre måder:

For det første oprettede Fed en Commercial Paper Funding Facility, hvor centralbanken opkøbte CP'er med 3 måneders løbetid fra finansielle institutioner

18 Se side 18-19 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 1. halvår 2009*.

19 Se side 72-73 i Anders Jørgensen, Paul Lassenius Kramp, Carina Moselund Jensen og Lars Risbjerg, Penge- og valutamarkedet under krisen, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 67-132, vol. 50(2,2), juni 2011; side 17-21, 187-191 og 200-211 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, 2013.

med en høj kreditvurdering. Fed købte bl.a. i slutningen af oktober 2008 CP'er udstedt af Danske Bank for i alt godt 5 mia. dollar.²⁰

For det andet havde nogle få af de større danske pengeinstitutter under krisen direkte adgang til at låne både schweizerfranc og dollar i den schweiziske centralbank via deres udenlandske enheder.

Sidst, men ikke mindst, etablerede Nationalbanken ordninger med udlån af dollar og euro på baggrund af swapaftaler med henholdsvis Fed og ECB for at afbøde manglen på valuta blandt de danske pengeinstitutter.

Nationalbankens swaftale med Fed blev annonceret den 24. september 2008. Oprindeligt var rammen for aftalen på 5 mia. dollar, men på grund af tiltagende uro på de internationale pengemarkeder blev aftalen allerede den 29. september 2008 udvidet til 15 mia. dollar. Aftalen indebar, at Fed lånte dollar (med sikkerhed i kroner) til Nationalbanken, som udbød dollarlån med en løbetid på op til 3 måneder til de pengepolitiske modparter via auktion. Modparterne stillede sikkerhed for valutalånene over for Nationalbanken ved brug af det samme sikkerhedsgrundlag som ved Nationalbankens normale pengepolitiske udlån i kroner. Den første auktion fandt sted allerede den 26. september 2008, og der blev i alt afholdt 18 auktioner i løbet af 2008 og 2009. Budrenten ved auktionerne skulle være større end eller lig med en minimumsbudrente, som blev fastsat af Fed. Behovet for faciliteten blev understreget af, at efterspørgslen ved de første auktioner lå væsentligt over den udbudte mængde. Rammen for swapaftalen på 15 mia. dollar blev fuldt udnyttet i slutningen af 2008, se figur 3.4. Efterspørgslen ved auktionerne faldt, i takt med at problemerne med adgang til dollarlikviditet aftog, og forskellen mellem renten ved auktionerne og markedsrenten blev større.²¹

Om swapaftalen med Federal Reserve

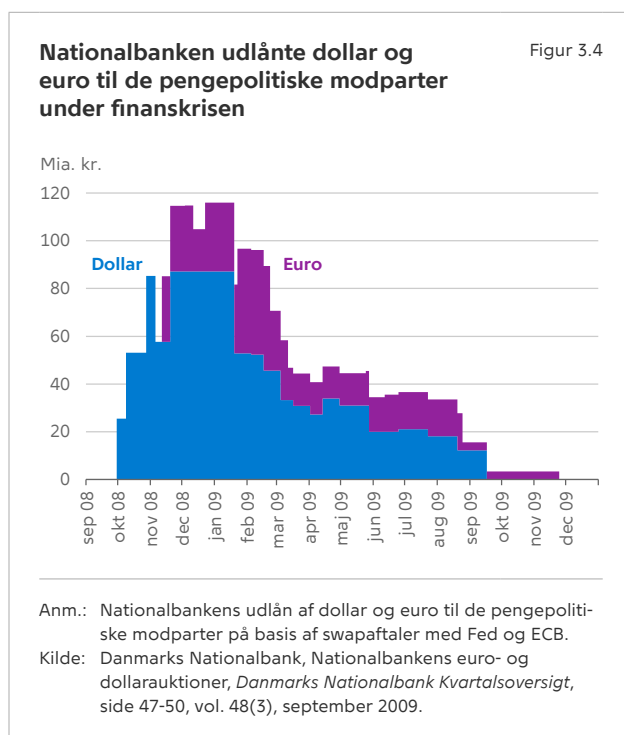
”Krisen i USA har gjort det vanskeligere for banker uden for USA at få adgang til dollarlikviditet. Med udvidelsen af aftalen med Federal Reserve får Danmarks Nationalbank, i lighed med en række andre centralbanker, yderligere muligheder for at udlåne US dollar og dermed lette udvekslingen af dollarlikviditet.”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Nils Bernstein i pressemeddelelsen *Udvidelse og forlængelse af swapaftale med den amerikanske centralbank*, 29. september 2008.

20 Se side 75 i Anders Jørgensen, Paul Lassenius Kramp, Carina Moselund Jensen og Lars Risbjerg, *Penge- og valutamarkedet under krisen, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 67-132, vol. 50(2,2), juni 2011.

21 Se artiklen *Nationalbankens euro- og dollarauktioner* i *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 47-50, 3. kvartal 2009; side 116-117 i Anders Jørgensen, Paul Lassenius Kramp, Carina Moselund Jensen og Lars Risbjerg, *Penge- og valutamarkedet under krisen, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 67-132, vol. 50(2,2), juni 2011.

Den 27. oktober 2008 kunne Nationalbanken annoncere en lignende swaptale med ECB med en ramme på 12 mia. euro. Den største mængde udestående lån blev dog kun på 5,9 mia. euro, og budmængden lå under den udbudte mængde ved alle auktioner. Det afspejler, at visse pengeinstitutter allerede havde adgang til ECB's pengepolitiske faciliteter via enheder placeret i euroområdet. Faciliteten skabte dog større sikkerhed med hensyn til adgang til eurolikviditet blandt de pengeinstitutter, der ikke havde adgang til euro via ECB's pengepolitiske faciliteter.²²



Udlånene af dollar og euro via swaptalerne med Fed og ECB påvirkede ikke Nationalbankens valutareserve eller indtjening. Der var reelt set tale om, at Nationalbanken videreudlånede valuta fra Fed og ECB, så renteindtægterne fra de institutter, som lånte valutaen af Nationalbanken, svarede til Nationalbankens renteudgifter til de to centralbanker.²³

Nationalbanken foretog også i et mindre omfang udlån af dollar og euro fra valutareserven via FX-swapmarkedet. Nationalbanken udlånte dollar med sikkerhed i kroner for i alt 2,6 mia. kr. i midten af september 2008.

²² Se side 116 i Anders Jørgensen, Paul Lassenius Kramp, Carina Moselund Jensen og Lars Risbjerg, Penge- og valutamarkedet under krisen, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 67-132, vol. 50(2,2), juni 2011.

²³ Se side 41 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2008*.

Udlånene havde en løbetid på 4 dage. I begyndelsen af oktober 2008 udlånte Nationalbanken euro med sikkerhed i kroner for i alt 16,8 mia. kr. med løbetider på 1 uge og 1 måned.²⁴

Beredskab for rettidige dollarbetalinger kom ikke i brug

Det viste sig tydeligt, at der var en betydelig risiko ved de store danske bankers betragtelige indlånsunderskud finansieret via de internationale penge- og kapitalmarkeder, da der opstod mangel på likviditet i dollar i efteråret 2008.

Særligt Danske Bank havde bragt sig i en sårbar position. Danske Bank havde lukket sin filial i New York i 2005²⁵ men havde bl.a. udeståender i amerikanske CP'er på omkring 20 mia. dollar. Typisk var der i kontrakterne for sådanne lån strenge bestemmelser om konsekvenserne af manglende rettidig betaling. Der kunne fx være tale om, at misligholdelse af en forpligtelse til at betale renter på ét lån automatisk betød, at andre af låntagerens lån også blev anset for misligholdte og straks skulle indfris. En bank kunne dermed risikere, at manglende rettidig betaling af rente på et enkelt valutalån kunne resultere i umiddelbart forfald af store dele af bankens finansiering.²⁶

Den omfattende statsgaranti, som blev indført med Bankpakke 1 i oktober 2008, omfattede også gæld i fremmed valuta. Der kunne derfor opstå en situation, hvor staten blev forpligtet til at sikre øjeblikkelig betaling af forfaldne krav på et pengeinstituts valutagæld. Nationalbanken oprettede derfor et beredskab til at sikre, at staten i givet fald kunne foretage dollarbetalinger med meget kort tidsfrist i forskellige tidszoner. Som en del af beredskabet intensiverede Nationalbanken overvågningen af udviklingen i pengeinstitutternes finansiering i dollar og afholdt møder med relevante banker. Beredskabet for rettidige dollarbetalinger kom dog ikke i brug i løbet af finanskrisen.²⁷

I den reguleringsmæssige opfølgning på krisen blev der sat fokus på, at banker skulle indrette deres risikostyring til at være i stand til at overholde deres betalingsforpligtelser i såvel indenlandsk som fremmed valuta i perioder med finansiell uro uden likviditetsstøtte fra myndighederne. Det kunne fx være ved at sikre sig kreditlinjer hos pengeinstitutter i de relevante valutaer og/eller mulighed for hurtigt at låne hos centralbanker ved at udnytte mulighederne for at være pengepolitisk modpart i de relevante lande.

24 Se side 116 i Anders Jørgensen, Paul Lassenius Kramp, Carina Moselund Jensen og Lars Risbjerg, Penge- og valutamarkedet under krisen, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 67-132, vol. 50(2,2), juni 2011.

25 Se side 7 i Danske Bank, *Årsrapport 2005*.

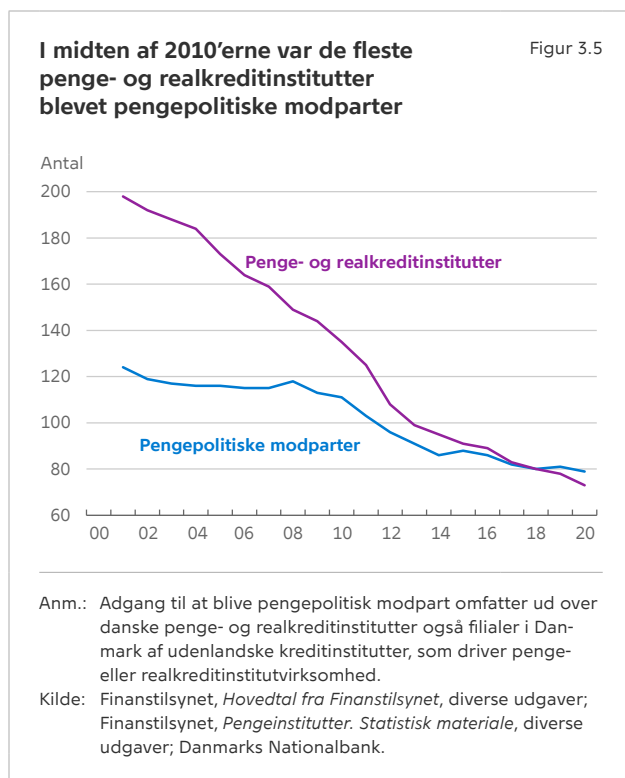
26 Se side 208-209 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, 2013.

27 Se side 312-313 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013; præciseringen af garantien i Bankpakke 1 vedrørende rettidig betaling i Lov om ændring af lov om finansiell stabilitet af 3. februar 2009; Bemærkninger til Forslag til Lov om ændring af lov om finansiell stabilitet fremsat den 21. januar 2009 af økonomi- og erhvervsministeren.

Gode erfaringer med de pengepolitiske instrumenter under finanskrisen

De pengepolitiske instrumenter, som Nationalbanken anvendte ved indgangen til finanskrisen i 2007, viste sig at udgøre et fleksibelt grundlag til at forsyne banksystemet med kronelikviditet under krisen. Ganske vist måtte Nationalbanken i lighed med andre centralbanker oprette midlertidige lånefaciliteter og udvide mængden af aktiver, der kunne anvendes som sikkerhed for lån i Nationalbanken. Men selv under den værste del af krisen var det lånefaciliteten og sikkerhedsgrundlaget fra før krisen, der blev mest anvendt.

Den begrænsede anvendelse af de nye tiltag skyldtes flere forhold. For det første havde Nationalbanken en bred kreds af pengepolitiske modparter, og alle penge- og realkreditinstitutter havde adgang til at blive modpart. Før finanskrisen havde en del penge- og realkreditinstitutter valgt ikke at være pengepolitisk modpart. I midten af 2010'erne var stort set alle penge- og realkreditinstitutter blevet pengepolitiske modparter, se figur 3.5.



For det andet var der ikke nogen mængdemæssige begrænsninger på penge- og realkreditinstitutters lånemuligheder ved Nationalbankens ugentlige markedsoperationer. Alle kunne til den givne rente frit opnå den mængde kronelikviditet, som de efterspurgte.

For det tredje kunne en meget stor mængde værdipapirer anvendes som sikkerhed for lån i Nationalbanken. Sikkerhedsgrundlaget bestod primært

af stats- og realkreditobligationer i kroner og euro, og samlet set var udeståendet af disse papirer på omkring 2.700 mia. kr. Heraf rådede de pengepolitiske modparter over omkring en tredjedel.²⁸

Endelig var indskudsbevisrenten og udlånsrenten frem til midten af 2009 ens, så det var uden omkostninger for den enkelte modpart at opbygge et likviditetsberedskab i indskudsbeviser ved at optage pengepolitiske lån og købe indskudsbeviser for midlerne. Ved indgangen til finanskrisen i august 2007 havde modparter på denne måde opbygget et likviditetsberedskab på i alt omkring 50 mia. kr.²⁹ Ved at have en beholdning af indskudsbeviser kunne en modpart – såfremt det blev nødvendigt – hurtigt rejse likviditet over pengemarkedet via salg eller belåning af indskudsbeviser eller via tilbagesalg af indskudsbeviser til Nationalbanken i forbindelse med ekstraordinære markedsoperationer.

I slutningen af 2013 begyndte Nationalbanken at udfase de sidste af den række af midlertidige lånefaciliteter og udvidelser af sikkerhedsgrundlaget, som var indført under finanskrisen. Hermed var man bortset fra nogle mindre justeringer tilbage ved de pengepolitiske instrumenter, som man havde før finanskrisen. Den væsentligste ændring var, at der i juni 2009 som nævnt var blevet indført en marginal mellem Nationalbankens udlånsrente og indskudsbevisrente for at give penge- og realkreditinstitutterne et incitament til i højere grad at udligne indbyrdes likviditetsforskelle via pengemarkedet frem for at bruge Nationalbankens låne- og indskudsfaciliteter.³⁰

28 Se side 41 i Danmarks Nationalbank, *Pengepolitik i Danmark*, 3. udgave 2009.

29 Se side 86 i Anders Jørgensen, Paul Lassenius Kramp, Carina Moselund Jensen og Lars Risbjerg, Penge- og valutamarkedet under krisen, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 67-132, vol. 50(2,2), juni 2011.

30 Hertil kom, at Nationalbanken i december 2011 supplerede sine pengepolitiske instrumenter med muligheden for at foretage likviditetsjusterende operationer uden for de normale instrumenter. Der kunne være tale om indskud i Nationalbanken, udlån mod pant i Nationalbankens almindelige sikkerhedsgrundlag eller udlån med valuta som sikkerhed (FX-swaps). Renten og løbetiden ville afspejle markedsforholdene, og operationerne kunne foregå via auktion eller som bilaterale forretninger med enkeltmodparter, se Danmarks Nationalbank, Supplerende instrumenter i Nationalbankens likviditetsstyring, *Kvartalsoversigt*, side 41, 4. kvartal 2011 – del 1; side 17 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2011*. Muligheden for likviditetsjusterende operationer uden for de normale instrumenter blev indført efter en periode, hvor trægheder i udvekslingen af likviditet i pengemarkedet førte til højere pengemarkedsrenter. Ved udgangen af 2020 var denne type likviditetsjusterende operationer dog endnu ikke blevet anvendt. For at styrke beredskabet til at kunne udlåne likviditet i fremmed valuta i en krisesituation indgik Nationalbanken desuden i 2020 en rammeaftale om valutawapfaciliteter i skandinavisk valuta med centralbankerne i Norge og Sverige, se Nationalbankens pressemeddelelse *Skandinaviske centralbanker i ny aftale*, 12. november 2020.

Presset mod kronen under finanskrisen i 2008

Den øgede usikkerhed under finanskrisen i efteråret 2008 fik internationale investorer til at trække sig ud af mindre valutaer, og den danske krone kom under et stærkt pres for en svækkelse over for euro.

Presset mod kronen førte til, at spændet mellem Nationalbankens og ECB's toneangivende renter i løbet af oktober 2008 blev udvidet fra 0,35 til 1,75 procentpoint, og man skulle helt hen til slutningen af august 2009, før rentespændet var tilbage på niveauet fra september 2008.

Nationalbanken solgte netto valuta for i alt omkring 65 mia. kr. i løbet af september og oktober 2008 for at stabilisere kronekursen. Det gjorde et betydeligt indhug i valutareserven, og det viste sig ikke muligt hurtigt at øge valutareserven via kortfristet statslig låntagning i udlandet. Statens udstedelse af 30-årige obligationer i november og december 2008 spillede derfor en væsentlig rolle for at imødegå presset mod kronen og forsvare den danske fastkurspolitik. Udstedelsen gav danske pensions-selskaber mulighed for at sælge ud af europæiske obligationer og i stedet købe det nye statspapir. Det øgede efterspørgslen efter kroner.

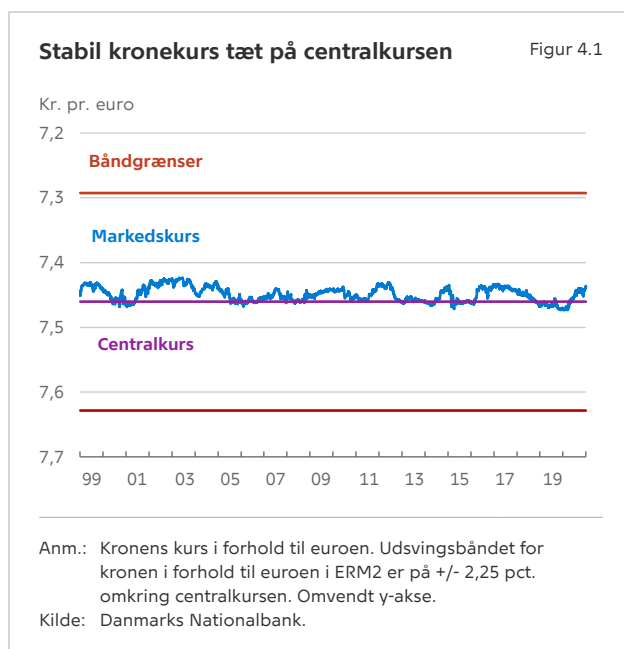
Nationalbanken besluttede efter kronepresset at øge valutareserven betydeligt for at sende et stærkt signal om fortsat vilje til at forsvare den faste kronekurs.

Forløbet i oktober 2008 skabte ny debat om Danmarks forhold til euroen, da Nationalbanken var nødt til at sætte renten op midt i en finanskris, mens ECB satte renten ned i euroområdet. I november 2008 blev der afholdt en forespørgselsdebat i Folketinget om dansk deltagelse i eurosamarbejdet, som blev fulgt op af Folketingets Europaudvalg med en høring om euroen i januar 2009. Høringen fandt sted på et tidspunkt, hvor meningsmålinger i en årrække havde vist, at et flertal af danskerne havde en positiv holdning til euroen. Det kom efterfølgende til at ændre sig med udbruddet af den europæiske statsgældskrise.

Ro om kronekursen i årene op til finanskrisen

Den danske pengepolitik befandt sig i velkendte rammer i årene op til finanskrisen.

Siden 1999 var der ført fastkurspolitik over for euro inden for rammerne af det europæiske valutasamarbejde (Exchange Rate Mechanism 2, ERM2), og kronens kurs lå til stadighed tæt på centralkursen på 7,46038 kr. pr. euro, se figur 4.1. Der var tale om en fortsættelse af den fastkurspolitik over for den tyske D-mark, som var blevet indført i 1980'erne, og centralkursen svarede til en omregning af den centralkurs, som kronen fra 12. januar 1987 til udgangen af 1998 havde haft over for D-mark i det tidligere europæiske valutasamarbejde (ERM).¹

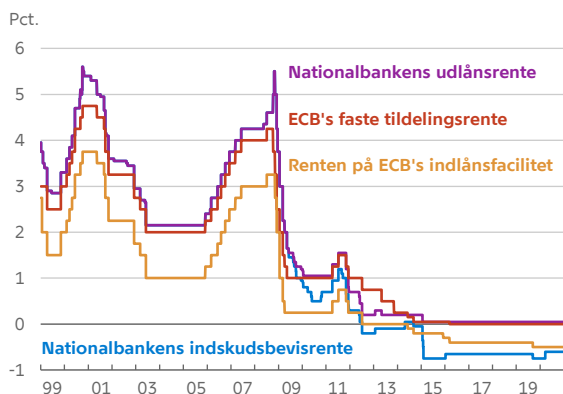


I årene op til finanskrisen var der som regel ro på valutamarkedet uden pres mod kronen, og Nationalbankens rentesatser fulgte normalt de renter, som ECB fastsatte for euroområdet, se figur 4.2. Med de rolige forhold på valutamarkedet var der heller ikke det store behov for at stabilisere kronekursen med interventionskøb eller -salg af valuta mod kroner fra Nationalbankens side, se figur 4.3.

¹ Se Kim Abildgren, *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls, 2018.

Nationalbankens renter fulgte ECB's renter tæt før 2008

Figur 4.2

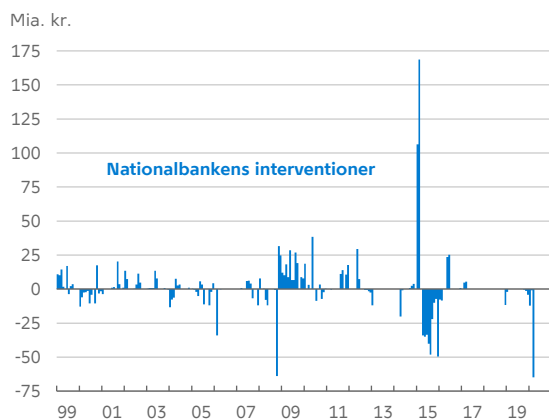


Anm.: Nationalbankens og ECB's toneangivende renter. ECB's faste tildelingsrente dækker fra 1999 til 27. juni 2000 over ECB's faste tildelingsrente ved de primære markedsoperationer. Derefter er anvendt ECB's minimumsbudrente frem til 14. oktober 2008 efterfulgt af ECB's faste tildelingsrente. Nationalbankens udlånsrente var før 8. juni 2009 lig med indskudsbevisrenten.

Kilde: Danmarks Nationalbank og ECB's hjemmeside.

Beskedent behov for intervention til stabilisering af kronekursen før 2008

Figur 4.3



Anm.: Nationalbankens nettokøb af valuta ved intervention. Interventioner er periodiseret efter valørtidspunkt.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Statistikbank.

Eneste nævneværdige undtagelse var i februar 2006. I den første del af måneden blev kronen svækket som følge af udstrømning af valuta fra Danmark. Valutaudstrømningen var bl.a. knyttet til afregningen af en række kapitalfondes køb af teleselskabet TDC over for de tidligere ejere. En betydelig del af TDC's tidligere aktionærer var udlændinge, som valgte ikke at genplacere i danske værdipapirer.²

Nationalbanken solgte valuta for i alt 34 mia. kr. i den første del af februar 2006 for at stabilisere kronekursen. Den 17. februar 2006 blev udlånsrenten sat op, så spændet mellem Nationalbankens og ECB's toneangivende rentesatser blev udvidet med 0,1 procentpoint. Denne beskedne udvidelse af rentespændet var nok til at stoppe kapitaludstrømningen fra Danmark og fjerne presset i retning af en svækkelse af kronekursen. Det afspejlede en høj grad af tiltro til fastkurspolitikken.

Kraftigt pres mod kronen i efteråret 2008

Den øgede usikkerhed under finanskrisen i efteråret 2008 gav en generel tendens blandt internationale investorer til at trække sig ud af mindre valutaer. Det førte til pres på valutakurserne, og mindre valutaer med flydende kurs, fx svenske kroner, deprecierede. Der kom også et kraftigt pres i retning af en svækkelse af den danske krone over for euro, da udlændinge trak sig ud af danske værdipapirer, og udenlandske banker reducerede deres kroneindskud i danske pengeinstitutter. Der var tegn på, at nogle investorer spekulerede i, om Danmark ville være i stand til at opretholde fastkurspolitikken.³

Presset i retning af en svækkelse af den danske krone kom efter en periode, hvor spændet mellem Nationalbankens udlånsrente og ECB's skæringsrente ved de ugentlige auktioner havde været negativt. Det negative spænd skyldtes, at bankerne i euroområdet efterspurgte mere likviditet hos ECB ved de ugentlige auktioner. ECB's skæringsrente steg derfor i september til et niveau, der var betydeligt højere end ECB's minimumsbudrente, som ellers normalt var ECB's toneangivende rente. Minimumsbudrenten var den laveste rente, som ECB tillod bankerne at byde for lån af likviditet ved auktionerne med variabel rente.

For at stabilisere kronekursen købte Nationalbanken kroner mod valuta for et betydeligt beløb fra slutningen af september til første del af oktober. Det var dog ikke nok til at modvirke presset på kronen, og den 7. oktober annoncerede Nationalbanken, at den ville forhøje sine renter med virkning fra 8. oktober. Udlånsrenten og renten på indskudsbeviser blev sat op med 0,4 procentpoint til 5 pct.

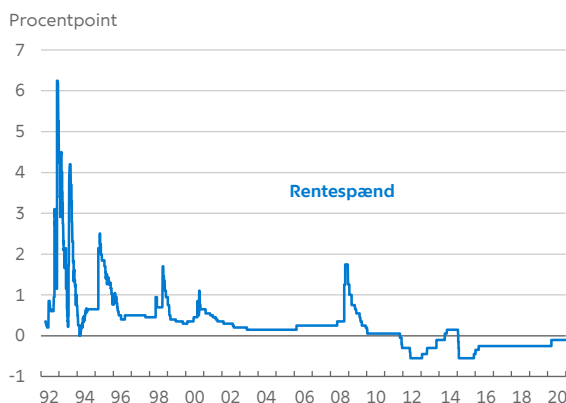
2 Se side 33-34 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2006*; side 87-88 i Peter Jayaswal, Mette Kornvig og Katrine Skjærbæk, *Kapitalfonde, kapitalbevægelser og valutamarkedet, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 77-89, vol. 45(3), september 2006.

3 Se side 12-13 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2008*; side 10-11 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 4. kvartal 2008*; side 11-12 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2009*; side 109-115 i Anders Jørgensen, Paul Lassenius Kramp, Carina Moselund Jensen og Lars Risbjerg, *Penge- og valutamarkedet under krisen, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 67-132, vol. 50(2,2), juni 2011; nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale på Copenhagen Business School, 22. marts 2010; side 303-305 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

Nationalbanken fortsatte efter renteforhøjelsen med at intervenere i valuta-markedet for at stabilisere kronekursen. Midt på dagen den 8. oktober offentliggjorde ECB en nedsættelse af sin minimumsbudrente med 0,5 procentpoint. Samme dag annoncerede ECB endvidere, at tildelingen af likviditet ved de ugentlige auktioner ikke længere ville ske til en variabel skæringsrente men til en fast tildelingsrente, som svarede til minimumsbudrenten. Hermed forsvandt problemet med en skæringsrente, som lå væsentligt over minimumsbudrenten. Da Nationalbanken fastholdt sine renter, betød det en udvidelse af spændet mellem de pengepolitiske renter i Danmark og euroområdet til 1,25 procentpoint, se figur 4.4.

Markant udvidelse af spændet mellem de pengepolitiske renter i Danmark og euroområdet i 2008

Figur 4.4



Anm.: Forskel mellem pengepolitisk rente i Danmark og Tyskland (1992-98)/euroområdet (siden 1999). For Danmark er anvendt Nationalbankens udlånsrente frem til 7. november 2013 og derefter indskudsbevisrenten. For Tyskland er anvendt reporenten for den tyske forbundsbank, Deutsche Bundesbank. For euroområdet er fra 1999 til 27. juni 2000 anvendt ECB's faste tildelingsrente ved de primære markedsoperationer. Derefter er anvendt ECB's minimumsbudrente frem til 14. oktober 2008 efterfulgt af ECB's faste tildelingsrente frem til 7. november 2013. Herefter er anvendt renten på ECB's indlånsfacilitet.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Deutsche Bundesbank og ECB.

I slutningen af oktober købte Nationalbanken igen kroner i valutamarkedet for at stabilisere kronekursen, der fortsat var under pres som følge af fortsat valutaudstrømning. Den 24. oktober satte Nationalbanken sine renter op med yderligere 0,5 procentpoint til 5,5 pct. Hermed blev spændet mellem Nationalbankens og ECB's toneangivende renter udvidet til 1,75 procentpoint. Nationalbanken kunne først begynde gradvist at normalisere sine renter igen i slutningen af december 2008, og man skulle helt hen til slutningen af august 2009, før rentespændet var tilbage på niveauet fra september 2008.

Om prisen for at stå uden for euroen under en finanskris

”Oven i finanskrisen blev vi i oktober ramt af alvorlig valutauro. Det var første gang i mere end 10 år. Uroen kan ikke begrundes med forhold i realøkonomien og viser, at der er en økonomisk omkostning ved at stå uden for euroen, når der raser en finansiell krise hen over verden. Valutauroen førte til en betydelig kapitaludstrømning på meget kort tid med fald i valutareserven til følge og en markant udvidelse af rentespændet over for euroområdet.”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde, 8. december 2008.

Nationalbanken solgte netto valuta for i alt omkring 65 mia. kr. i løbet af september og oktober 2008 for at stabilisere kronekursen, og der var blandt markedsdeltagere stort fokus på størrelsen af valutareserven. Samtidig viste det sig ikke muligt hurtigt at øge valutareserven via kortfristet statslig låntagning i udlandet, sådan som det havde været tilfældet under valutakrisen i begyndelsen af 1990’erne. Det skyldes den generelle illikviditet, som karakteriserede de internationale pengemarkeder under finanskrisen i efteråret 2008. Staten blev først i stand til at optage lån i fremmed valuta via sine commercial paper-programmer i midten af oktober 2008, hvor valutareserven var faldet til 104 mia. kr.⁴

Salg af 30-årige statsobligationer var med til at forsvare fastkurspolitikken

Statens udstedelse af 30-årige obligationer for i alt omkring 90 mia. kr. i november og december 2008 spillede en væsentlig rolle for at modvirke presset mod kronen og forsvare den danske fastkurspolitik.⁵ Udstedelsen øgede efterspørgslen efter kroner i den udstrækning, at danske investorer solgte ud af europæiske obligationer for at købe det nye danske statspapir. Udstedelsen bidrog også til at sikre staten en likviditetsreserve i en periode

4 Se nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale på Copenhagen Business School, 22. marts 2010; side 47 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010; Kim Abildgren og Jens Thomsen, *Monetary Policy after the Crisis – Ten Lessons from a Fixed-Exchange-Rate Regime*, i: Ernest Gnan, Ryszard Kokoszczynski, Tomasz Izyziak og Robert McCauley (red.), *Monetary Policy after the Crisis*, *SUERF Studies*, side 17-34, vol. 3, 2011.

5 Se side 37-38 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld 2008*; side 107 i Paul Lassenius Kramp, Jane Lee Lohff og Jens Pagh Maltbæk, *Pensionsopsparing, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 99-115, vol. 51(1,1), marts 2012; side 305 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013; Finansministeriets svar på Finansudvalgets spørgsmål nr. 252 (Alm. del) af 23. februar 2017; Finansministeriets svar på Finansudvalgets spørgsmål nr. 139 (Alm. del) af 4. februar 2021; Rigsrevisionens beretning nr. 15/2021 afgivet til Folketinget med Statsrevisorernes bemærkninger om Finansministeriets udstedelse af 30-årige statsobligationer i 2008, april 2022; *Ministerredøgørelse vedr. Statsrevisorernes beretning om Finansministeriets udstedelse af 30-årige statsobligationer i 2008* fra Finansministeriet til statsrevisorerne af 29. juni 2022; *Rigsrevisionens notat om beretning om Finansministeriets udstedelse af 30-årige statsobligationer i 2008*, august 2022.

med stor generel usikkerhed om statens finanser. Beslutningen om at udstede 30-årige statsobligationer blev taget i fællesskab mellem regeringen og Nationalbanken.⁶

Åbningen af den 30-årige obligation blev annonceret i begyndelsen af november 2008.⁷ Nationalbanken kunne foretage betydelige tilbagekøb af valuta dagen efter annonceringen, og samlet set kunne Nationalbanken tilbagekøbe valuta for omkring 56 mia. kr. i november og december 2008.

Nationalbanken havde forud for annonceringen haft kontakt til pensions-selskabet ATP. Der blev her opnået en forståelse af, at ATP ville sælge lange obligationer i euro, hvis der blev mulighed for at købe 30-årige danske statsobligationer.⁸ Danske pensionselskaber havde lange forpligtelser i kroner og derfor en naturlig interesse i at købe lange statsobligationer i kroner. Det var Nationalbankens forventning, at andre pensionselskaber ligeledes ville sælge ud af europæiske obligationer, hvis der blev mulighed for at købe 30-årige danske statspapirer.

Målet for det samlede udestående i den nye 30-årige statsobligation blev ved åbningen udmeldt til omkring 60 mia. kr. Det blev nået i slutningen af november 2008. På baggrund af fortsat høj efterspørgsel og et fortsat behov for at styrke valutareserven blev sigtepunktet for udeståendet hævet til omkring 90 mia. kr. Obligationen blev solgt på markedsvilkår med et rentespænd til Tyskland på niveau med sammenlignelige europæiske lande, og det var primært den danske forsikrings- og pensionssektor, der købte det nye papir. ATP aftog for omkring 50 mia. kr., og samlet set købte den danske forsikrings- og pensionssektor for omkring 80 mia. kr. af den nye 30-årige obligation.

6 Se udtalelsen fra finansminister Lars Løkke Rasmussen i pressemeddelelsen *Ændring af reglementet for Den Sociale Pensionsfond* fra Finansministeriet, 3. november 2008.

7 Se meddelelsen *Åbning af 30-årig dansk statsobligation (4,5 pct. stående lån 2039)* fra Nationalbanken, 3. november 2008.

8 Se notatet *Overvejelser om udstedelse af 30-årige statsobligationer* fra Danmarks Nationalbank, 28. oktober 2008, samt notatet *Forståelse mellem ATP og Danmarks Nationalbank* fra Danmarks Nationalbank, 31. oktober 2008, bilagt Finansministeriets brev til Finansudvalget af 22. november 2021 med *Supplerede oplysninger vedr. beslutningsgrundlaget for udstedelsen af 30-årige statsobligationer i 2008, i forlængelse af svar på FIU alm. del – spørgsmål 139 (2020-21)*. Nationalbanken tog til efterretning, at ATP havde planer om køb for ca. 100 mia. kr. rentetilpasningsobligationer ved auktionerne i december 2008. Forsikrings- og pensionssektorens samlede nominelle beholdning af obligationer bag rentetilpasningslån i kroner steg dog ifølge Nationalbankens værdipapirstatistik kun fra 93,7 mia. kr. ved udgangen af november 2008 til 107,3 mia. kr. ved udgangen af januar 2009.

Om statens udstedelse af 30-årige obligationer under kronepresset

“There was extensive demand in the Danish market for domestic bonds with longer maturities – particularly on the part of pension funds, which needed to hedge their long-term commitments. In November and December 2008, the Danish government took the extraordinary step of issuing 30-year bonds. As a result, Danish pension funds restructured their portfolios from foreign to domestic securities. This supported the krone.”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale på Copenhagen Business School, 22. marts 2010.

Der var også andre salg af danske statspapirer i den sidste del af 2008, som øgede efterspørgslen efter kroner i den udstrækning, at markedsdeltagere solgte ud af europæiske obligationer for at købe statspapirerne.⁹ I oktober 2008 blev der ekstraordinært udstedt for 12 mia. kr. 2-årige statspapirer, og Den Sociale Pensionsfond, DSP, solgte statspapirer fra sin portefølje for omkring 17 mia. kr. i november 2008.¹⁰

Behov for en større valutareserve efter presset mod kronen i 2008

Nationalbankens pengepolitiske instrumenter viste sig – i sammenhæng med andre tiltag – velegnede til at håndtere det kraftige pres i retning af en svækkelse af kronen, som opstod i efteråret 2008. Det svarede til erfaringerne fra brugen af instrumenterne til styring af kronekursen gennem 1990'ernes valutakriser.

9 Se side 38 og 69-71 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld 2008*.

10 DSP havde forud for finanskrisen – i lyset af den faldende statsgæld – øget fokus på at købe andre børsnoterede obligationer end statsobligationer, se side 3 i Danmarks Nationalbank, *Statsgældspolitikken. Strategi 2008*, 18. december 2007; side 95 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld 2007*. DSP investerede for 27 mia. kr. i 1-årige rentetilpasningsobligationer ved auktionerne i december 2008. Det bidrog til afdækning af statens renteudgifter i forbindelse med finansieringen af almene boliger. Staten havde risikoen for højere renteomkostninger på finansieringen af almene boliger som følge af reglerne om ydelsesstøtte, hvor staten betalte den del af låneydelsen, som oversteg beboerbetalingen. Dermed steg statens betaling, hvis renten steg. Annonceringen i begyndelsen af november 2008 om, at DSP ville investere i korte realkreditobligationer ved december 2008-auktionerne, blev i markedet tolket som et signal om, at regeringen var villig til at støtte markedet i tilfælde af yderligere uro i forbindelse med krisen, se pressemeddelelsen *Ændring af reglementet for Den Sociale Pensionsfond* fra Finansministeriet, 3. november 2008; meddelelsen *Den Sociale Pensionsfonds investeringsstrategi* fra Danmarks Nationalbank, 3. november 2008; side 156 i Birgitte Vølund Buchholst, Likviditet i danske realkredit- og statsobligationer, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 155-161, vol. 50(1,1), marts 2011. I 2017 blev der indgået aftale om en ny model til finansiering af almene boliger, så de fremover blev finansieret med statsgaranterede realkreditobligationer, som staten kunne opkøbe finansieret ved at udstede statsobligationer (eller træk på statens konto i Nationalbanken), se Johanne Dinesen Riishøj, Staten vil i 2018 købe obligationerne der finansierer almene boliger, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 25, december 2017; Jens Bindslev Agerholm, Ny finansiering af almene boliger styrker statspapirmarkedet, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 24, december 2018.

Om behovet for en større valutareserve i lyset af finanskrisen

”Vi havde i Nationalbanken undervurderet behovet for en større valutareserve. Vi havde regnet med, at staten ville kunne låne yderligere valuta på de internationale markeder, hvis behovet opstod. Det viste sig umuligt at rejse valuta på den måde til acceptable priser. Vi måtte erkende sandheden i den banale læresætning, nemlig at penge er vanskeligst at komme til, når man har mest brug for dem. Det har vi lært af.”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins indlæg ved Politikens konference *Det lærte vi af finanskrisen*, 12. november 2010.

Forløbet i efteråret 2008 illustrerede dog også, at Nationalbanken kunne få brug for meget store valutabeløb til intervention, hvis der opstod et stærkt pres i retning af en svækkelse af kronen. Nationalbanken besluttede efter kronepresset at øge valutareserven betydeligt for at sende et stærkt signal om fortsat vilje til at forsvare den faste kronekurs.

Der var også visse andre erfaringer i 2008, som pegede på behovet for en større valutareserve:

- Danmarks Nationalbank og de øvrige skandinaviske centralbanker, Norges Bank og Sveriges Riksbank, indgik i maj 2008 bilaterale valuta-swapaftaler med den islandske centralbank, Seðlabanki Íslands, om at stille euro til rådighed mod islandske kroner, hvis der skulle blive behov for det af hensyn til den finansielle stabilitet i Island. For hver af de skandinaviske centralbanker vedrørte aftalen et samlet beløb på 500 mio. euro.¹¹ Endvidere indgik Danmarks Nationalbank og Sveriges Riksbank i december 2008 en aftale med den lettiske centralbank, Latvijas Banka, om at stille euro til rådighed mod lettiske lats med henblik på at støtte op om den makroøkonomiske og finansielle stabilitet i Letland. For Nationalbankens vedkommende omfattede aftalen et samlet beløb på 125 mio. euro.¹²

11 Den islandske økonomi blev hårdt ramt under finanskrisen, og den islandske stat måtte i begyndelsen af oktober 2008 overtage landets tre største banker, som tilsammen udgjorde omkring 85 pct. af den islandske banksektor. Den 14. oktober 2008 trak Seðlabanki Íslands 200 mio. euro på valutaswapaftalen med Nationalbanken, se Nationalbankens pressemeddelelse *Nationalbanken indgår swap-aftale med Seðlabanki Íslands*, 16. maj 2008; side 21 og 45 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2008*; side 12 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 2. kvartal 2008*; side 5 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 4. kvartal 2008*; Jakob Ekholdt Christensen, Den økonomiske krise i Irland, Island og Letland, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 107-119, vol. 50(1,1), marts 2011.

12 Ved udgangen af 2008 havde Latvijas Banka trukket 72,5 mio. euro på valutaswapaftalen med Nationalbanken, se Nationalbankens pressemeddelelse *Nationalbanken indgår swap-aftale med Letlands centralbank*, 16. december 2008; side 21 og 45 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2008*; side 4 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2009*; Jakob Ekholdt Christensen, Den økonomiske krise i Irland, Island og Letland, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 107-119, vol. 50(1,1), marts 2011.

- Finanskrisen betød også behov for at øge Den Internationale Valutafonds (IMF's) udlånskapacitet, og deraf fulgte også et større behov for at kunne trække valuta hos medlemslandene, herunder Danmark. Såfremt IMF fik brug for at trække på Danmark, ville det ikke i sig selv påvirke størrelsen af Nationalbankens valutareserve, da Nationalbanken i givet fald ville få et tilgodehavende på IMF, som modsvarede IMF's træk på Nationalbanken. Men træk fra IMF ville reducere den meget likvide del af Nationalbankens valutareserve.¹³

Valutareserven blev mere end fordoblet fra udgangen af september 2008 til udgangen af september 2009. Forøgelsen skete, dels som følge af statslig låntagning i udlandet, dels som følge af valutaindstømning og Nationalbankens deraf følgende interventionskøb af valuta, se figur 4.5.¹⁴ I forbindelse med den europæiske statsgældskrise i årene derefter steg valutareserven yderligere på grund af en massiv valutaindstømning til Danmark, da der var frygt for opbrud af euroområdet.



13 Se Thomas Krabbe Jensen og Søren Vester Sørensen, Nationalbankens finansielle mellemværender med Den Internationale Valutafond, IMF, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 67-82, vol. 48(4), december 2009.

14 Se side 71 og 113-115 i Anders Jørgensen, Paul Lassenius Kramp, Carina Moselund Jensen og Lars Risbjerg, Penge- og valutamarkedet under krisen, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 67-132, vol. 50(2,2), juni 2011.

Høring i Folketingets Europaudvalg i 2009 om omkostningerne ved at stå uden for euroen

Under forløbet i oktober 2008 var Nationalbanken nødt til at sætte renten op midt i en finanskrisen, mens ECB satte renten ned i euroområdet. Det var en konkret visualisering af de økonomiske omkostninger, der kunne være ved at stå uden for euroen, og det skabte ny debat om Danmarks forhold til euroen.

Den 12. november 2008 blev der afholdt en forespørgselsdebat i Folketinget om dansk deltagelse i eurosamarbejdet og om de økonomiske og andre konsekvenser af, at Danmark fortsat stod uden for eurosamarbejdet. Her blev det vedtaget at opfordre Folketingets Europaudvalg til at afholde en høring om euroen. Høringen fandt sted den 22. januar 2009, hvor nationalbankdirektør Nils Bernstein deltog i et ekspertpanel.¹⁵

Om de politiske omkostninger for Danmark ved at stå uden for euroen

”Vores status som udeland medfører, at vi står uden for en række beslutninger, selv om de i høj grad vedrører Danmark. Det gælder selvfølgelig rentebeslutningerne, som direkte berører os som følge af fastkurspolitikken. Det gælder fx. aftalen med US Federal Reserve om at sikre dollarlikviditet til bankerne i euroområdet tidligt i finanskrisen. Det lykkedes os først noget senere at få en lignende aftale for de danske banker.

Og det gælder også en række andre emner. På det seneste har Styrelsesrådet fx. fastlagt standardsættende anbefalinger om udformning og prissætning af statslige garantier og kapitalindskud i banksektoren.
(...)

Det er eksempler på, at der ud over rentebeslutninger i Styrelsesrådet træffes en lang række andre beslutninger, som har direkte betydning for os – uden at vi har indflydelse eller for den sags skyld indsigt i grundlaget for beslutningen.”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins indlæg ved Folketingets Europaudvalgs eurohøring, 22. januar 2009.

I sit indlæg pegede Nils Bernstein på, at en dansk tilslutning til euroen efter Nationalbankens opfattelse lå i naturlig forlængelse af Danmarks fastkurspolitik over for euroen og måtte forventes at være forbundet med positive effekter for dansk økonomi. En dansk deltagelse i euroen ville give en lidt større samhandel og lavere transaktionsomkostninger. Renten ville normalt kun adskille sig marginalt fra renten under fastkurspolitik, men i

15 Se *Referat af Folketingets forhandlinger onsdag den 12. november 2008*; Folketingets pressemeddelelse *Høring om euroen torsdag den 22. januar 2009 kl. 12.30 – 16.45*, 16. januar 2009; nationalbankdirektør Nils Bernsteins indlæg ved Folketingets Europaudvalgs eurohøring den 22. januar 2009.

urolige perioder kunne forskellen blive større. Og det var netop i turbulente perioder som i efteråret 2008, at rentestigninger kunne komme temmelig ubejleligt oven i de andre negative faktorer, som ramte realøkonomien.

Nils Bernstein kom ligeledes ind på de politiske omkostninger ved at stå uden for eurosamarbejdet, som var blevet meget tydelige under finanskrisen. For eksempel kunne ECB tidligt i finanskrisen få en aftale med den amerikanske centralbank om at sikre dollarlikviditet til bankerne i euroområdet. Det lykkedes først for Nationalbanken noget senere at få en lignende aftale for de danske banker. Danmark havde ligeledes en stor interesse i at øve indflydelse på og være informeret om arbejdet i de internationale fora, fx Baselkomiteen, som skulle drøfte den reguleringsmæssige opfølgning på finanskrisen, og hvor ECB var en vigtig deltager.

Høringen fandt sted på et tidspunkt, hvor meningsmålinger i en årrække havde vist et flertal med en positiv holdning til euroen blandt danskerne.¹⁶ Det kom efterfølgende til at ændre sig med udbruddet af den europæiske statsgældskrise.¹⁷

Om fastkurspolitikken og euroen

”Dansk fastkurspolitik har vist sig langtidsholdbar. Fordi vi alle er enige om at værne om den.

Den har bundet os tæt til euroen. Så tæt, at Danmark i praksis er et euroland.

Dog **med** vekselomkostninger. Og **uden** indflydelse. Men det er en anden historie.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Nationalbankens 200-års jubilæum, 4. juli 2018.

16 Se artiklen *Flertal for euro-ja – men SF’erne stadig imod*, www.dr.dk, 21. januar 2009.

17 Se artiklen *Tre ud af fem er euroskeptiske*, www.dr.dk, 26. december 2011.

Kronen og den europæiske statsgældskrise

De fleste lande foretog massive finanspolitiske lempelser for at afbøde de negative virkninger, som den globale finanskrisen havde på produktion og beskæftigelse. Men flere EU-lande med makroøkonomiske ubalancer havde ikke tilstrækkeligt råderum på de offentlige budgetter til at lempe finanspolitikken så meget. Her udviklede finanskrisen sig til også at blive en regulær statsgældskrise, og de hårdest ramte lande måtte have international finansiell assistance.

Den danske krone blev styrket over for euroen fra midten af 2011 til midten af 2012, hvor statsgældskrisen var på sit højeste, og der var stor udenlandsk efterspørgsel efter danske værdipapirer. Nogle investorer anså aktiver i danske kroner som en sikker havn, der kunne anvendes til at afdække risikoen for en opbrydning af euroen. Nationalbanken købte i denne periode valuta for omkring 90 mia. kr. for at modgå tendensen til styrkelse af kronen, og den 6. juli 2012 blev renten på indskudsbeviser nedsat til -0,20 pct. Det var første gang i Nationalbankens 200-årige historie, at en af bankens rentesatser blev negativ. I en større global sammenhæng var det også første gang, at en centralbank bragte sin ledende rente ned i det negative område.

Overgangen til negativ indskudsbevisrente fik det opadgående pres mod kronen til at aftage. Det mindskede pres skyldes dog også øget tillid til håndteringen af den europæiske statsgældskrise, efter at Den Europæiske Centralbank havde meldt klart ud om vilje til at gøre det nødvendige for at bevare euroen.

Statsgældskrisen gav på EU-plan anledning til at forbedre overvågningen af makroøkonomiske ubalancer. Desuden blev der indgået en finanspagt med standarder for ansvarlige offentlige finanser. I Danmark blev finanspagten indarbejdet i den budgetlov, som et flertal i Folketinget blev enige om i foråret 2012.

Finanskrisen udviklede sig til statsgældskrise i EU-lande med makroøkonomiske ubalancer

De fleste lande lempede finanspolitikken massivt for at afbøde de negative virkninger på produktion og beskæftigelse, som den globale økonomiske og finansielle krise havde skabt, da den for alvor tog til i 2008. For flere EU-lande stod det hurtigt klart, at de ikke havde tilstrækkeligt råderum på de offentlige budgetter til at lempe finanspolitikken så meget. Ydermere blev de offentlige budgetter udfordret af, at vidtgående bankredningspakker i mange lande i efteråret 2008 overførte en betydelig risiko fra den private til den offentlige sektor gennem eksplicitte og implicitte statsgarantier, og dermed kunne der potentielt blive brug for store statslige midler til at rekapitalisere banksektoren. De finanspolitiske lempelser og bankredningspakkerne skabte øget fokus på offentlig gæld og budgetsaldo i forskellige lande, og for en række EU-lande med makroøkonomiske ubalancer udviklede finanskrisen sig til en regulær statsgældskrise.¹ Statsgældskrisen afspejlede, at flere lande i årene med høj økonomisk vækst forud for krisen havde forsømt muligheden for at konsolidere de offentlige finanser tilstrækkeligt.

I euroområdet havde Grækenland, Italien og Portugal store offentlige budgetunderskud i midten af nullerne på trods af højkonjunkturen, se figur 5.1. Lande som Spanien og Irland havde ganske vist overskud på de offentlige budgetter i årene op til finanskrisen i 2008, men i de to lande var styrken af højkonjunkturen undervurderet. Det betød, at den strukturelle saldo på de offentlige budgetter – dvs. den faktiske budgetsaldo renset for konjunkturmæssige og midlertidige påvirkninger – blev vurderet til at være bedre, end den i virkeligheden var. Landene havde derfor et dårligt udgangspunkt for at understøtte økonomien med en lempelig finanspolitik, da finanskrisen ramte. Blandt de øvrige EU-lande måtte bl.a. Letland og UK kæmpe med meget store budgetunderskud efter udbuddet af finanskrisen.

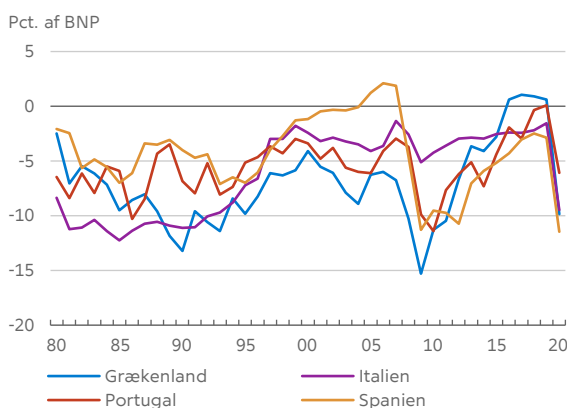
Flere eurolande, især Grækenland, Portugal og Spanien, havde før krisen opbygget meget store og uholdbare underskud på betalingsbalancen, som var finansieret af kapitalindstrømning fra overskudslande som Tyskland, Nederlandene, Finland og Østrig, se figur 5.2.

1 Se Ann-Louise Winther, Virkning af finanspolitik under krisen, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 79-91, vol. 48(3), september 2009; Jakob Ekholdt Christensen og Rasmus Tommerup, Finanspolitiske udfordringer i industrilandene, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 77-91, vol. 49(2), juni 2010; Niels Blomquist og Jakob Ekholdt Christensen, Økonomiske ubalancer i euroområdet, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 47-57, vol. 49(4), december 2010; Jakob Ekholdt Christensen, Den økonomiske krise i Irland, Island og Letland, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 107-119, vol. 50(1,1), marts 2011; Jens Bech Agerholm, Uffe Mikkelsen og Karoline Garm Nissen, Finanspolitik i EU – hvad har vi lært af krisen?, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 59-76, vol. 51(2,1), juni 2012; Kim Abildgren og Sune Malthé-Thagaard, En sammenligning af ERM-krisen i begyndelsen af 1990'erne med de senere års finans- og statsgældskrise i Europa, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 83-101, vol. 51(4,1), december 2012; Jacob Isaksen og Søren Vester Sørensen, Ubalancer i euroområdet, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 85-98, vol. 52(2,1), 2013.

Betalingsbalanceunderskuddene skyldtes en kraftig stigning i den indenlandske efterspørgsel i underskudslandene, som var drevet af en alt for lempelig finanspolitik og gunstige finansieringsvilkår. Denne udvikling førte sammen med uflexible arbejdsmarkeder til lønstigninger, som var for høje i forhold til produktivitetsudviklingen. Dermed blev konkurrenceevnen forringet, og isoleret set forøgede det underskuddet på betalingsbalancen endnu mere. I sidste ende opstod der tvivl om, hvorvidt underskudslandene kunne honorere fremtidige betalinger på offentlige og private gældsforpligtelser.

Visse eurolande havde trods højkonjunktur store offentlige budget- underskud i midten af nullerne

Figur 5.1



Anm.: Offentlig budgetsaldo (nettofordringserhvervelse).

Kilde: IMF, World Economic Outlook Database.

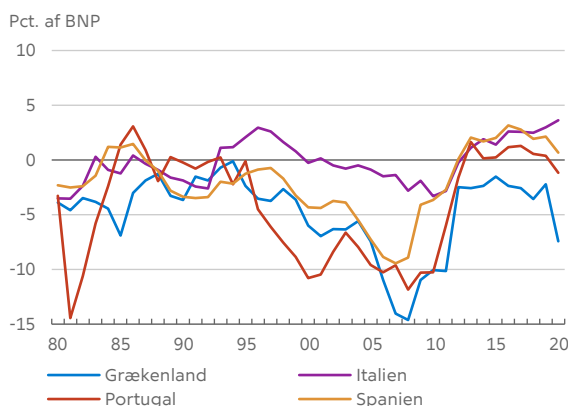
Om vigtigheden af overskud på de offentlige budgetter i gode tider

”Mange lande benyttede ikke de gunstige konjunkturførhold i første del af 00’erne til at konsolidere de offentlige finanser og havde derfor et dårligt udgangspunkt, da krisen ramte. Alligevel lempede de fleste lande i 2009 finanspolitikken som led i en fælles europæisk indsats for at modvirke de negative effekter af krisen på vækst og beskæftigelse. Det medførte, at de offentlige finanser blev yderligere svækket, og for flere eurolande udviklede det sig til en regulær statsgældskrise. (...) I mange lande er en lempelig finanspolitik under højkonjunkturerne op til krisen nu blevet afløst af kraftige konsolideringer. Finanspolitikken har dermed forstærket konjunkturerne frem for at dæmpe dem.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes indlæg ved Europaudvalgets høring *The European Crisis and the Development of the European Union*, 26. februar 2013.

En række eurolande havde store underskud på betalingsbalancen i midten af nullet

Figur 5.2

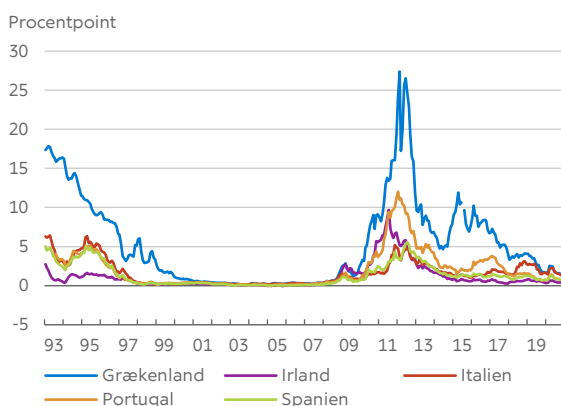


Anm.: Saldo på betalingsbalancens løbende poster.

Kilde: IMF, World Economic Outlook Database.

Meget lave rentespænd til Tyskland på lange statsobligationer i midten af nullet

Figur 5.3



Anm.: Rentespænd til Tyskland for 10-årige statsobligationer.

Kilde: DBnomics database og ECB.

Ubalancerne i nogle af eurolandene skal ses i lyset af udviklingen i årene op til finanskrisen. Overgangen til euro i 1999 fjernede valutakursusikkerheden inden for euroområdet, og rentespændene mellem eurolandene blev stort set elimineret. Efterfølgende var forskellene med hensyn til holdbarheden af de enkelte landes offentlige finanser ikke i nævneværdig grad afspejlet

i renterne på lange statsobligationer i årene op til krisen. Det gjaldt selv for de lande, som havde de største makroøkonomiske balanceproblemer, og som blev hårdest ramt af statsgældskrisen, se figur 5.3.² Dermed havde lande med makroøkonomiske ubalancer i princippet længere tid til at håndtere problemerne, inden ubalancerne afspejlede sig i risikopræmierne i de lange renter. Der var heller ikke nogen stigning i de korte renter, der nu blev bestemt af pengepolitikken for euroområdet som helhed. Men de bedre rammer for at løse balanceproblemer blev ikke udnyttet, og eurosamarbejdets systemer til at overvåge og modvirke underskud på de offentlige budgetter og andre makroøkonomiske ubalancer viste sig utilstrækkelige. Det bidrog til, at ubalancerne fik lov til at udvikle sig til et betydeligt niveau.

Gældskrisen gav frygt for opbrud af euroområdet

I efteråret 2009 tog uroen på de europæiske statspapirmarkeder for alvor til.³ En nytiltrådt græsk regering foretog i oktober 2009 en kraftig oprevidering af det græske budgetunderskud. Det førte i de følgende måneder både til, at det græske rentespænd over for Tyskland blev gradvist og markant udvidet, og at de internationale kreditvurderingsbureauer nedjusterede vurderingen (ratingen) af landets kreditværdighed. Flere andre gældsplagede europæiske lande fik ligeledes nedjusteret deres rating i løbet af 2009 og begyndelsen af 2010.

I april 2010 anmodede Grækenland om international finansiel støtte, og i begyndelsen af maj nåede Grækenland til enighed med Den Internationale Valutafond, IMF, og eurolandene om en hjælpepakke.⁴ Annoncering af hjælpepakken for Grækenland var dog ikke tilstrækkelig til at dæmpe markedsuroen. Krisen på statspapirmarkedet spredte sig til en række andre europæiske lande, som oplevede, at deres adgang til markedsbaseret finansiering tørrede ud. I november 2010 måtte Irland anmode om international finansiel støtte, og i årene derefter var der også brug for internationale låneprogrammer til Portugal og Cypern samt finansiel støtte fra eurolandene til rekapitalisering af den spanske banksektor. Desuden var der behov for yderligere international hjælp til Grækenland og en nedskrivning af hovedstolsværdien af private (men ikke offentlige) kreditorers andel af den græske statsgæld.⁵

2 Se Kim Abildgren, David Altenhofen, Nicolaj Hamann Christensen, Jacob Wellendorph Ejning, Signe Skovgaard Hansen, Jane Lee Lohff, Lars Risbjerg, Susanne Hougaard Thamsborg og Casper Ristorp Thomsen, Lange rentespænd over for Tyskland, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 41-52, vol. 52(1,1), marts 2013.

3 Se Søren Lejsgaard Autrup, Jacob Wellendorph Ejning og Uffe Mikkelsen, Krisen på de europæiske statsgældsmarkeder, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 79-92, vol. 49(4), december 2010. For en kalender over vigtige begivenheder i løbet af statsgældskrisen, se Signe Skovgaard Hansen, Lars Risbjerg og Susanne Hougaard Thamsborg, Rentespænd og annoncering af politiske initiativer og kreditvurderinger, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 69-116, vol. 52(1,2), marts 2013.

4 Se side 8-9 i *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt 2. kvartal 2010*.

5 Se Uffe Mikkelsen og Søren Vester Sørensen, Nedskrivning af Grækenlands gæld og nyt låneprogram med EU og IMF, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 117-126, vol. 51(1,1), marts 2012; Anne Brolev Marcussen og Louise Funch Sørensen, Processen frem mod et EU/IMF-låneprogram og en gældsrestrukturering, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 103-117, vol. 51(4,1), 2012.

Under statsgældskrisen var der tegn på, at de gældsplagede landes høje rentespænd i forhold til Tyskland delvist kunne henføres til frygt for en opbrydning af euroområdet blandt visse investorer.⁶ Hvis et land udtrådte af euroområdet og efterfølgende lod sin egen nye valuta falde i værdi i forhold til euroen, ville investorer i landets tidligere udstedte euroobligationer lide et tab, hvis euroobligationerne blev tvangskonverteret til den nye valuta efter kursforholdet på udtrædelsestidspunktet. Denne frygt kom eksempelvis i årene 2010-11 til udtryk i et betydeligt positivt spænd mellem renten på italienske statsobligationer udstedt under indenlandsk ret og renten på obligationer udstedt af det delvist statsejede italienske energiselskab ENEL under international ret. Før gældskrisen var dette rentespænd negativt. Skiftet i fortegn under krisen afspejlede en forventning om, at en stat som udgangspunkt kunne flytte en obligation underlagt indenlandsk ret over i en anden valuta end først aftalt, mens det kunne være betydeligt vanskeligere for obligationer udstedt under international ret.⁷

Som en del af den fælleseuropæiske håndtering af statsgældskrisen oprettede eurolandene i maj 2010 en større lånefacilitet for eurolande med finansieringsvanskeligheder (European Financial Stability Facility, der senere gradvist blev afløst af den permanente facilitet European Stability Mechanism). ECB introducerede ligeledes i maj 2010 det første af en række programmer, som rettede sig mod opkøb af statspapirer fra eurolande med et højt rentespænd i forhold til Tyskland.⁸

I slutningen af juni 2012 blev der opnået enighed om at oprette et fælles-europæisk banktilsyn, og i en tale den 26. juli 2012 annoncerede ECB's formand, Mario Draghi, at ECB inden for sit mandat ville gøre alt, hvad der skulle til for at bevare euroen. På de finansielle markeder blev talen et afgørende vendepunkt i tiltroen til håndteringen af statsgældskrisen. Den bidrog til store reduktioner af de gældsplagede landes rentespænd i forhold til Tyskland.

6 Se Phoebus Athanassiou, *Withdrawal and expulsion from the EU and EMU. Some reflections*, ECB Legal Working Paper Series, nr. 10, december 2009; Charles Proctor, *The euro – fragmentation and the financial markets*, *Capital Markets Law Journal*, side 5-28, vol. 6(1), marts 2011; Jens Nordvig, *The Eurozone breakup debate: Uncertainty still reigns*, *VoxEU*, 6. november 2012.

7 Se side 63-65 i Nicolaj Hamann Christensen og Jacob Wellendorph Ejsing, *Dekomponering af statsrentespænd i kredit- og likviditetselementer*, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 45-68, vol. 52(1,2), marts 2013.

8 Der blev rejst tvivl om, hvorvidt ECB's program til opkøb af statsobligationer på de sekundære markeder fra 2012 (OMT-programmet) var i strid med EU-traktaten, herunder forbuddet mod monetær finansiering. I juni 2015 afgjorde EU-Domstolen på baggrund af en henvendelse fra den tyske forfatningsdomstol, at ECB's opkøbsprogram ikke var i strid med EU-traktaten, se sag nr. C-62/14 af 16. juni 2015.

Om "alt, hvad der skal til"

"When people talk about the fragility of the euro and the increasing fragility of the euro, and perhaps the crisis of the euro, very often non-euro area member states or leaders, underestimate the amount of political capital that is being invested in the euro.

(...)

Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough."

Citat fra ECB-formand Mario Draghis indlæg ved Global Investment Conference i London, 26. juli 2012.

Pres for styrket krone førte til negativ pengepolitisk rente for første gang i Nationalbankens 200-årige historie

Den danske krone blev styrket over for euroen i 2. halvår 2011 og 1. halvår 2012, hvor statsgældskrisen var på sit højeste. Det var bemærkelsesværdigt sammenlignet med tidligere perioder med finansiell uro. Siden fastkurspolitikken blev indført i begyndelsen af 1980'erne, havde der typisk været en tendens til svækkelse af kronen i forhold til ankervalutaen ved uro på de internationale finansielle markeder.⁹ Det havde senest været tilfældet under finanskrisen i 2008, hvor kronen i lighed med andre mindre valutaer kom under pres.

Under statsgældskrisen var der en generel tendens til markant kapitaludstrømning fra periferilandene i euroområdet mod kernelandene og lande uden for euroområdet med høj kreditværdighed. Det gav stor udenlandsk efterspørgsel efter danske stats- og realkreditpapirer, og der var tegn på, at nogle investorer anså aktiver i danske kroner som en sikker havn, der kunne anvendes til at afdække risikoen for en opbrydning af euroen. Tankegangen bag efterspørgslen var, at danske kroner – i lyset af mange årtiers tradition for en troværdig fast kurs i forhold til Tyskland – i et sådant scenarie ville blive styrket og knyttet til den stærke del af euroområdet med tysk deltagelse.

Presset i retning af en styrkelse af kronen under statsgældskrisen afspejlede sig også i markedet for valutaoptioner mellem kroner og euro, hvor der var øget interesse for at købe optioner, der gav ejeren retten til at købe kroner mod euro til en på forhånd fastsat kurs.

9 Se side 17 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld 2012*; Anders Jørgensen, Christoffer C. Larsen og Lars Risbjerg, Har kronen været en sikker havn under statsgældskrisen?, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 69-84, vol. 52(2,1), juni 2013; Nicolaj Hamann Christensen og Jacob Wellendorph Ejsing, Dekomponering af statsrentespænd i kredit- og likviditetselementer, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 45-68, vol. 52(1,2), marts 2013.

Om kronen som sikker havn i 2011-12

”Danmark opnåede i den turbulente tid – i kølvandet på først finanskrisen og senere den såkaldte statsgældskrise – status af ”sikker havn” blandt de internationale investorer. Den danske stat har opretholdt en triple-A rating, tilstrømningen af kapital til Danmark har i perioder været stor, og både renteniveau og rentespænd over for Tyskland nåede et historisk lavt niveau. I forhold til Tyskland har vi endda haft negativt rentespænd i en periode. Det havde ingen vist haft fantasi til at forestille sig forud for krisen. Det var alt sammen resultat af en høj grad af troværdighed i den økonomiske politik.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Revisordøgnet, 26. september 2013.

Det store efterspørgselspres på danske obligationer gav rentefald og en indsnævring af det 10-årige rentespænd mellem Danmark og Tyskland, som i løbet af 2. halvår 2011 faldt fra omkring 0,2 til -0,2 procentpoint.¹⁰ Efterspørgselspresset udfordrede den danske pensionssektor på grund af den teknik, der blev anvendt til beregning af selskabernes kapitaloverdækning. Værdien af pensionsselskabernes forpligtelser blev opgjort på baggrund af Finanstilsynets diskonteringskurve, og på grund af den danske rentes store betydning for diskonteringskurven førte rentefaldet og indsnævringen af rentespændet mellem Danmark og euroområdet til større stigninger i værdien af pensionsselskabernes forpligtelser end i deres aktiver. Det reducerede kapitaloverdækningen og gav selskaberne incitament til at sælge euroobligationer og købe danske obligationer. Skiftet mod danske obligationer bidrog isoleret set til at presse de danske obligationsrenter endnu længere ned og forstærkede presset i retning af en styrkelse af kronen. For at modvirke en utilsigtet og selvforstærkende markedsdynamik, som også kunne have negative konsekvenser for pensionsopsparerne, blev dele af reguleringen af pensionsselskaberne (herunder diskonteringskurven) justeret i slutningen af 2011.

For at modgå tendensen til styrkelse af kronen købte Nationalbanken valuta for omkring 90 mia. kr. i perioden fra august 2011 til juni 2012. Desuden nedsatte Nationalbanken ad flere omgange sine pengepolitiske renter, både som følge af ECB's rentenedsættelser og ensidigt for at reducere det pengepolitiske rentespænd mellem Danmark og euroområdet. Spændet mellem Nationalbankens og ECB's toneangivende renter blev negativt i november 2011 og nåede -0,55 procentpoint i begyndelsen af juni 2012.

Den 6. juli 2012 nedsatte Nationalbanken renten på indskudsbeviser til -0,20 pct. Rentenedsættelsen skete samtidig med en rentenedsættelse

¹⁰ Se side 6 og 17 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld 2011*; Paul Lassenius Kramp, Jane Lee Lohff og Jens Pagh Maltbæk, *Pensionsopsparing, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 99-115, vol. 51(1,1), marts 2012.

i ECB, så forskellen mellem de pengepolitiske renter i Danmark og euroområdet forblev uændret. Men det var første gang i Nationalbankens 200-årige historie, at en af bankens rentesatser blev negativ. I en større global sammenhæng var det også første gang, at en centralbank bragte sin ledende rente ned i det negative område.¹¹

Den negative indskudsbevisrente fjernede enhver tvivl om, hvorvidt Nationalbanken var villig til at indføre negative pengepolitiske renter i sit forsvar af kronen, og presset i retning af en styrkelse af kronen aftog efter overgangen til negativ rente. Det skal dog også ses på baggrund af, at tilliden til håndteringen af den europæiske statsgældskrise blev kraftigt forbedret efter udmeldingen fra ECB's formand i slutningen af juli 2012 om, at ECB inden for rammerne af sit mandat ville gøre alt, hvad det krævede, for at bevare euroen.

Om introduktionen af negativ pengepolitisk rente i 2012

”Den 6. juli 2012 satte Nationalbanken renten på indskudsbeviser ned til minus 0,2 pct. (...) Det vil sige, at penge- og realkreditinstitutter skal betale for at holde likviditet i Nationalbanken, en både historisk og i internationalt lys helt enestående situation.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Revisordøgnet, 26. september 2013.

Nogle markedsrenter var allerede negative, før indskudsbevisrenten blev negativ. Renterne på korte danske skatkammerbeviser var eksempelvis negative i slutningen af 2011 i forbindelse med stor efterspørgsel fra udenlandske investorer, og de danske pengemarkedsrenter samt de effektive renter på danske statspapirer med løbetid op til omkring 3 år var i perioder også negative i ugerne op til Nationalbankens rentenedsættelse i juli 2012.

I månederne forud for overgangen til negativ indskudsbevisrente havde Nationalbanken forberedt de pengepolitiske modparter på, at der potentielt kunne opstå en situation med negative pengepolitiske renter, hvis der var behov for det af hensyn til fastkurspolitikken. Allerede i den 1. halvdel af februar 2012 lagde Nationalbanken en teknisk beskrivelse af håndteringen af mulige negative pengepolitiske renter på sin hjemmeside, se boks 5.1, og finanssektoren blev umiddelbart herefter orienteret direkte.

11 Se Anders Jørgensen og Lars Risbjerg, Negative renter, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 57-70, vol. 51(3,1), september 2012.

Nationalbanken offentliggjorde beskrivelsen for at give modparterne mulighed for at sikre, at it-systemer og forretningsgange var i stand til at håndtere en situation med negative pengepolitiske renter. Der blev også bragt en beskrivelse af Nationalbankens instrumenter til at håndtere en situation med negative pengepolitiske renter i Nationalbankens Kvartalsoversigt fra 2. kvartal 2012, der udkom medio juni 2012.¹²

**Teknisk beskrivelse af håndteringen
af mulige negative pengepolitiske renter**

Boks 5.1

”Det er teknisk muligt at have negative renter inden for de eksisterende pengepolitiske instrumenter. Under særlige omstændigheder kan der blive behov for, at Nationalbanken reducerer indskudsbevisrenten, så den bliver negativ. Et sådant scenario vil indebære, at foliorenten vil være højere end indskudsbevisrenten, og foliorammerne vil blive opjusteret. I tilfælde af at det samlede folioindestående skulle overskride den samlede folioramme, vil Nationalbanken konvertere folioindskud til indskudsbeviser”.

Kilde: Nationalbankens hjemmeside, 10. februar 2012.

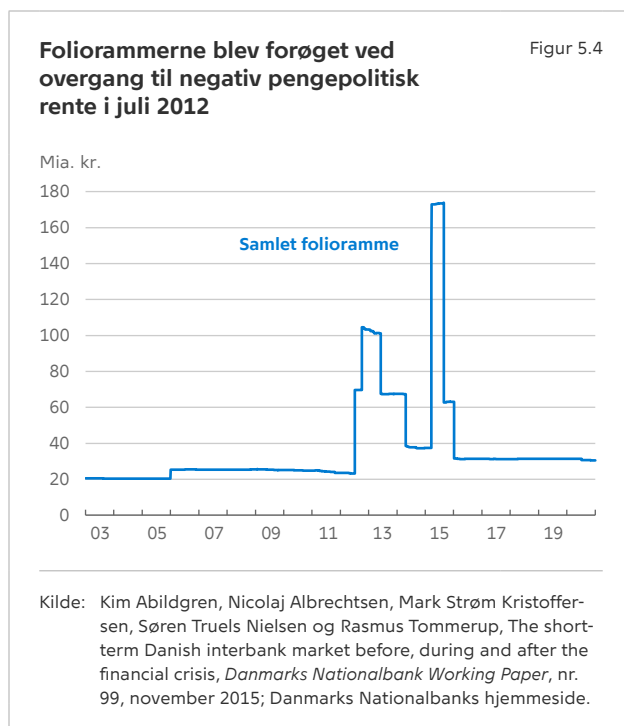
De pengepolitiske modparter havde som helhed et betydeligt behov for at placere likviditet i Nationalbanken i midten af 2012, hvilket betød, at det var renten på indskudsbeviser, som var afgørende for de korte pengemarkedsrenter og dermed kronekursen. Foliorenten blev fastholdt på 0 pct., da indskudsbevisrenten blev sat ned i det negative område i juli 2012. Samtidig blev den samlede folioramme opjusteret fra 23 til 70 mia. kr., se figur 5.4. Opjusteringen af foliorammen reducerede den renteudgift, som en negativ indskudsbevisrente påførte de pengepolitiske modparter. Foliorammerne havde til formål at sikre, at modparterne ikke kunne opbygge store indskud på foliokonti i Nationalbanken, som kunne anvendes til spekulation i rente- og valutakursændringer. I en situation med et pres i retning af en styrkelse af kronen var det dog uproblematisk i forhold til fastkurspolitikken at forhøje foliorammerne, så længe placeringsbehovet i indskudsbeviser var tilstrækkeligt til at sikre gennemslaget fra indskudsbevisrenten til pengemarkedsrenterne. Foliorammerne blev også midlertidigt opjusteret væsentligt i forbindelse med Nationalbankens udbud af 3-årige lån til de pengepolitiske modparter i efteråret 2012.¹³

12 Se boks 4, *Tekniske forhold vedrørende negative pengepolitiske renter*, side 16 i Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt 2. kvartal 2012.

13 Se side 16 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2012*; side 12 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2013*.

I slutningen af april 2014 satte Nationalbanken igen indskudsbevisrenten op i det positive område efter knap to år med negativ rente. Renteforhøjelsen kom efter nogle måneder med en tendens til svækkelse af kronen og interventionssalg af valuta fra valutareserven. I forbindelse med tilbagemødet til positiv indskudsbevisrente blev den samlede ramme for de pengepolitiske modparterers indskud på foliokonti i Nationalbanken sat ned, og der blev foretaget nogle mindre justeringer af principperne for tildelingen af de individuelle foliorammer til de enkelte pengepolitiske modparter.¹⁴

Indskudsbevisrenten var dog kun kortvarigt tilbage i det positive område. I begyndelsen af juni 2014 nedsatte ECB renten på sin indlånsfacilitet til -0,10 pct. Det var første gang, at en af ECB's renter blev negativ. Nationalbanken fastholdt sine pengepolitiske renter, men nedsatte i begyndelsen af september 2014 igen indskudsbevisrenten under nul i forbindelse med endnu en rentenedsættelse i ECB.¹⁵



14 Se side 18-19 i *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt 2. kvartal 2014*.

15 Se side 11 i *Danmarks Nationalbank, Beretning og regnskab 2014*.

Statsgældskrisen førte til finanspagt i EU, som blev indarbejdet i den danske budgetlov

Statsgældskrisen afslørede et behov for at styrke det generelle økonomisk-politiske samarbejde i EU. Samarbejdet udmøntede sig konkret i initiativer til at forbedre overvågningen af makroøkonomiske ubalancer og indgåelsen af en finanspagt.¹⁶ Hertil kom bankunionen, se kapitel 7.

Om vigtigheden af bedre overvågning af makroøkonomiske ubalancer

“Euro-landenes systemer til overvågning og imødegåelse af underskud på de offentlige finanser og andre makroøkonomiske ubalancer viste sig helt utilstrækkelige. Det bidrog til, at ubalancerne fik lov til at udvikle sig – og det til et betydeligt større niveau, end det var tilfældet forud for krisen i begyndelsen af 1990’erne.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes indlæg ved Europaudvalgets høring *The European Crisis and the Development of the European Union*, 26. februar 2013.

I slutningen af 2011 blev der vedtaget en ny procedure til at forebygge og modvirke makroøkonomiske ubalancer i EU’s medlemslande. Efter den nye procedure skulle der udarbejdes en årlig rapport til Det Europæiske Råd om udviklingen i en række indikatorer for interne og eksterne økonomiske ubalancer, såsom betalingsbalance, udlandsgæld, enhedslønsmkostninger, gæld i offentlig og privat sektor og boligpriser. I tilfælde af alvorlige ubalancer kunne der iværksættes en korrektionsprocedure, som forpligtede de pågældende medlemslande til at fremlægge detaljerede planer for, hvordan de ville nedbringe de makroøkonomiske ubalancer. Eurolande, som ikke overholdt Rådets tidsfrister for initiativer til at nedbringe ubalancerne, kunne i sidste ende blive pålagt sanktioner. I lighed med hvad der var kendt fra stabilitets- og vækstpakten¹⁷, gjaldt bestemmelserne om sanktioner ikke for EU-lande uden for euroområdet.

Det styrkede samarbejde resulterede også i en række tiltag for at sikre, at eventuelle finanspolitiske udfordringer blev håndteret, og at der blev opbygget finanspolitisk råderum, så det var muligt at lempe finanspolitikken, når økonomien blev ramt af konjunkturtilbageslag.

16 Se Thomas Pihl Gade og Jesper Ulriksen Thuesen, Styrket økonomisk samarbejde og overvågning i EU, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 61-78, vol. 49(4), december 2010; Jens Bech Agerholm, Uffe Mikkelsen og Karoline Garm Nissen, Finanspolitik i EU – hvad har vi lært af krisen?, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 59-76, vol. 51(2,1), juni 2012; side 97-98 i Kim Abildgren og Sune Malthé-Thagaard, En sammenligning af ERM-krisen i begyndelsen af 1990’erne med de senere års finans- og statsgældskrise i Europa, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 83-101, vol. 51(4,1), december 2012.

17 Se side 202 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010.

For det første blev der i efteråret 2011 vedtaget en operationalisering af stabilitets- og vækstpagtens gælds krav. Kravene fastlagde, at lande med en offentlig gæld på over 60 pct. af BNP skulle nedbringe forskellen mellem det faktiske gælds niveau og de 60 pct. af BNP med en tyvendedel årligt.

For det andet blev det i december 2011 besluttet at skærpe de finanspolitiske spilleregler for eurolandene med en finanspagt. EU-lande uden for euroområdet kunne ligeledes vælge at tilslutte sig. Med finanspagten forpligtede landene sig til at indføre en lovfæstet finanspolitisk regel, som begrænsede underskuddet på den offentlige sektors strukturelle saldo til maksimalt 0,5 pct. af BNP (dog 1 pct. af BNP for lande med lav gæld og holdbare offentlige finanser). Der skulle desuden være en mekanisme, som automatisk sikrede en korrektion af eventuelle overskridelser.

Om Danmark bør tilslutte sig finanspagten

”Den standard, der herved sættes for en ansvarlig budgetpolitik, kommer vi som et lille land med en åben økonomi under alle omstændigheder til at følge. Der er her i landet, uafhængigt af finanspagten, en budgetlov på trapperne, som skal hindre, at vi år efter år bruger flere penge end planlagt. Det har vi længe haft brug for.

(...)

De forpligtelser, vi nu i substansen påtager os, er det i vor egen interesse at respektere. Det giver os en større frihed til at tilrettelægge vores egen politik. Og vi sender samtidig det signal til omverdenen, at Danmark fortsat ønsker at være forankret i en stabilitetsorienteret økonomisk politik.”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale ved Europaudvalgets høring om finanspagten, 9. februar 2012.

Danmark valgte at tilslutte sig finanspagten, og den finanspolitiske regel blev indarbejdet i den budgetlov, som et flertal i Folketinget blev enige om i foråret 2012. Med budgetloven blev der indført bestemmelser om udgiftslofter for stat, kommuner og regioner samt mulighed for økonomiske sanktioner over for kommuner og regioner ved overskridelse af udgiftslofterne.¹⁸

Europa-Kommissionen offentliggjorde i 2020 en evaluering af EU's finanspolitiske rammer. Her blev det fremhævet, at gælden i EU-landene generelt var blevet nedbragt i årene inden coronapandemien, men at der var stor forskel på landenes fremskridt med at sikre holdbare offentlige finanser.¹⁹

18 Se Pernille Bomholdt Nielsen og Morten Hedegaard Rasmussen, Styring af de offentlige udgifter i Danmark, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 77-88, vol. 51(2,1), juni 2012; side 28 og 114 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

19 Se side 157-158 i Finansministeriet, *Erfaringer med budgetloven 2014-2020*, april 2022; Europa-Kommissionen, *Evaluering af den økonomiske styring*, COM (2020) 55 final, 5. februar 2020.

Kronekrisen i 2015 og livet med negative renter

I januar 2015 strømmede en voldsom mængde valuta til Danmark og skabte et pres for en styrkelse af kronen. Baggrunden var, at de finansielle markeder forventede lempelser af Den Europæiske Centralbanks, ECB's, pengepolitik, og at den schweiziske centralbank ophævede grænsen for, hvor stærk schweizerfrancen kunne blive over for euro. Det fik nogle investorer til at købe kroner i forventning om, at Danmark ville opgive fastkurspolitikken, og at kronen så ville stige i værdi.

Nationalbanken købte valuta for 275 mia. kr. i løbet af januar og februar for at stabilisere kronekursen – det var ny rekord. Desuden blev indskudsbevisrenten nedsat ad flere omgange til -0,75 pct., som var det hidtil laveste niveau. Der blev også indført stop for udstedelse af danske statsobligationer, som pressede de længere renter ned. I den sidste del af februar ophørte valuta-indstrømningen, og i april 2015 begyndte Nationalbanken at sælge valuta igen.

Nationalbankens indskudsbevisrente var negativ i årene efter kronekrisen og var stadig negativ ved udgangen af 2020. Det fik efterhånden gennemslag på øvrige renter i økonomien, så både virksomheder og senere også private fik negative renter på deres bankindsud. Strukturelt lave renter blev den nye normal – i hvert fald for en længere årrække.

Omsætningen på det danske pengemarked faldt i årene efter finanskrisen. Det gav behov for en ny transaktionsbaseret referencerente, som blev beregnet efter samme principper og metoder som en tilsvarende ny rente i euroområdet. Nationalbanken blev ejer og administrator af den nye danske rente, som gik i luften i 2022.

Stærkt pres mod kronen efter udvidelse af ECB's opkøbsprogram og ny schweizisk valutapolitik

I januar 2015 opstod en voldsom indstrømning af valuta til Danmark og et pres i retning af en styrkelse af kronen over for euro.¹

Baggrunden var bl.a. de finansielle markeders forventninger om, at ECB ville udvide sit program for opkøb af statsobligationer for at presse renterne ned i euroområdet. Det førte i den sidste del af 2014 og begyndelsen af 2015 til en betydelig kapitalindstrømning til bl.a. Schweiz, der siden 2011 havde haft et midlertidigt loft for, hvor stærk schweizerfrancen kunne blive over for euro. Kapitalindstrømningen skabte et pres for en styrkelse af schweizerfrancen.

Den 15. januar 2015 annoncerede den schweiziske centralbank, at den opgav sit midlertidige loft for schweizerfrancens værdi over for euro. Denne annoncering medførte allerede samme dag en øget valuta-indstrømning til Danmark og dermed en styrkelse af kronen over for euro. Annonceringen af den nye valutakurspolitik i Schweiz fik nogle udenlandske investorer til at købe danske kroner i forventning om at opnå en gevinst eller undgå et tab, hvis den danske fastkurspolitik også blev opgivet, og kronen efterfølgende steg i værdi.

ECB annoncerede udvidelsen af sit opkøbsprogram den 22. januar 2015, og tiltagene var mere omfattende end det, som forud var forventet i markedet. Det bidrog ligeledes til øget efterspørgsel efter kroner og et pres i retning af en styrkelse af kronen over for euro.

Næsten to tredjedele af den øgede efterspørgsel efter kroner i januar og februar kom fra hjemlige aktører. En betydelig del af efterspørgslen kom fra danske forsikrings- og pensionselskaber, som samlet set købte kroner mod fremmed valuta (især euro) på termin for at afdække noget af risikoen ved en styrkelse af kronen. Alene i januar 2015 steg pensionssektorens samlede afdækning af euroeksponeringer således med 5 procentpoint.² Der var dog stor spredning i, hvordan de enkelte pensionselskaber agerede. Nogle selskaber øgede deres euroeksponering, mens andre selskaber nedbragte den, og samlet set var kun omkring 20 pct. af pensionssektorens euroeksponeringer afdækket.

Historisk store interventioner og endnu lavere renter

Nationalbanken købte valuta mod kroner for 275 mia. kr. i løbet af januar og februar 2015 for at modvirke presset mod kronen. Det var ny historisk rekord, og valutareserven nåede i slutningen af februar op på 737 mia. kr. mod 447 mia. kr. ved udgangen af 2014.

1 Se side 11-12 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2015*; side 9-19 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2015*; side 18-21 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 2. kvartal 2015*; side 7-8 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld 2015*; side 9-11 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 1. halvår 2015*; Danmarks Nationalbank, *Kronen under pres i januar-februar 2015, Kvartalsoversigt*, side 39-47, 1. kvartal 2015.

2 Se side 76 i Jakob Roager Jensen, Anders Larsen og Martin Dencker Raffnsøe, Pensionssektoren som aktør på valutamarkedet, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 75-80, vol. 55(4), december 2016.

Om pensionsselskabernes positionering mod kroner i januar og februar 2015

”Næsten to tredjedele af den øgede efterspørgsel efter kroner i januar og februar kom dog fra de hjemlige aktører, herunder forsikringsselskaber og pensionskasser. De har i et vist omfang ønsket at sikre sig mod tab i tilfælde af, at kronen, i lighed med schweizerfrancen, skulle stige i værdi. Det er sket via afdækningsforretninger. Man kunne på den baggrund foranlediges til at sige, at pensionskasserne har købt en forsikring uden værdi, da et brud med fastkurspolitikken aldrig har været aktuelt. Men lad mig understrege, at det naturligvis er op til pensionskasserne og livsforsikringsselskaberne, hvordan de vil disponere deres midler. Det er dog lidt synd, hvis den enkelte pensionsopsparer bliver tvunget til at afholde unødige omkostninger.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Realkreditforeningens årsmøde, 25. marts 2015.

Desuden nedsatte Nationalbanken fra den 20. januar indskudsbevisrenten ad flere omgange, så det blev mindre fordelagtigt at placere midler i kroner. Den 6. februar kom indskudsbevisrenten helt ned på -0,75 pct. Det var endnu en historisk rekord. Foliorenten blev fastholdt på 0 pct.

Nedsættelserne af indskudsbevisrenten fik især de korte danske renter til at falde. For yderligere at bremse valutaindstømningen besluttede Finansministeriet – efter indstilling fra Nationalbanken – den 30. januar at stoppe med at udstede danske statsobligationer indtil videre. Stoppet pressede renten på danske statsobligationer endnu længere ned og gjorde dem derved mindre attraktive. Virkningen var dermed en parallel til ECB’s opkøbsprogram, som reducerede det effektive udbud i markedet af statsobligationer i euroområdet. Stoppet for udstedelse af danske statsobligationer var et usædvanligt skridt, men indeståendet på statens konto i Nationalbanken var stort nok til, at staten kunne klare en længere periode uden at optage lån.

I den sidste del af februar ophørte valutaindstømningen, og i marts blev de pengepolitiske modparterers samlede ramme for folioindestående hævet væsentligt, så de kunne placere en større del af deres indestående i Nationalbanken til nulrente (foliorenten) frem for til negativ rente (indskudsbevisrenten). Modparternes placeringsbehov i Nationalbanken var nemlig steget kraftigt efter Nationalbankens store valutakøb i januar og februar. Forhøjelsen af foliorammen reducerede den renteudgift, som en negativ indskudsbevisrente påførte de pengepolitiske modparter, og selv efter forhøjelsen af rammen havde modparterne et stort placeringsbehov i indskudsbeviser. Det placeringsbehov sikrede gennemslaget fra indskudsbevisrenten til pengemarkedsrenterne.³

3 Se side 55 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 2. kvartal 2015*.

Om, at der ikke er nogen øvre grænse for størrelsen af valutareserven

”Kapitalbevægelserne i januar-februar var større end ved tidligere episoder med pres på kronen. Det afspejler, at hvor det ved tendenser til kraftig kronesvækkelse typisk er renteinstrumentet, der spiller den vigtigste rolle, har interventioner i valutamarkedet potentielt størst betydning, når kapitalen strømmer ind. I en sådan situation er der ingen øvre grænse for antallet af kroner, som Nationalbanken kan stille til rådighed.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Realkreditrådets årsmøde, 1. oktober 2015.

I april begyndte Nationalbanken at sælge valuta igen, og fra april til august solgte Nationalbanken valuta for 191 mia. kr.

Den 26. august annoncerede Nationalbanken, at der ikke længere var behov for ekstraordinære tiltag, og at Finansministeriet efter indstilling fra Nationalbanken havde besluttet at genoptage udstedelsen af danske statsobligationer pr. 1. oktober 2015.⁴ Endvidere blev foliorammerne reduceret væsentligt.⁵

Presset mod kronen i 2015 gav isoleret set Nationalbanken en merindtjening på lidt over 2 mia. kr.⁶ Heraf kunne 0,8 mia. kr. henføres til, at den valuta, som Nationalbanken købte i januar og februar, senere blev solgt med fortjeneste. Den resterende del af merindtjeningen kom fra det negative rentespænd mellem Danmark og euroområdet, så valutaen kunne placeres til højere renter end forrentningen af det øgede kroneindestående i Nationalbanken, som interventionerne i valutamarkedet havde givet anledning til. Spekulationen mod kronen var dermed tabsgivende for markedet som helhed.

En ny verden med negative nominelle renter

I mange lande så man et generelt fald i det nominelle renteniveau efter finanskrisen, se figur 6.1.

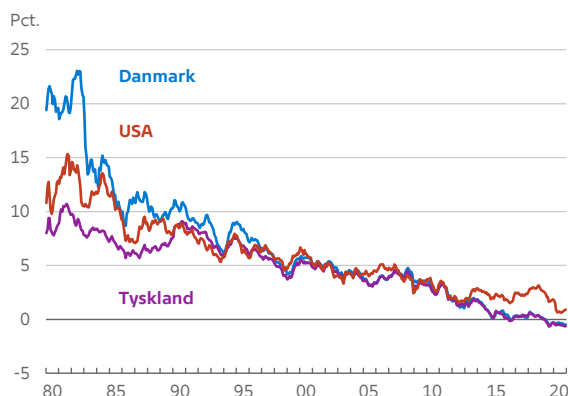
4 Udstedelsesstoppet i 2015 reducerede midlertidigt likviditeten i statsobligationsmarkedet. Derfor gennemførte Nationalbanken nogle likviditetsunderstøttende tiltag i statsgældspolitikken, bl.a. ombytningsauktioner. Desuden blev der foretaget tilpasninger i statens primary dealer-ordning, som også blev mere gennemgående ændret i 2017, se side 9-10 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld 2015*; side 5-7 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld 2016*; side 6-7 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld 2017*; Johanne Dinesen Riishøj og Jonas Staghøj, Skærpede krav og betaling skal styrke det danske statspapir-marked, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 2, januar 2017; Jens Bang-Andersen, Ny primary dealer-model fortsætter i 2018, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 26, december 2017.

5 Se Nationalbankens pressemeddelelse *Genoptagelse af statsobligationssalg og nedsættelse af foliorammer*, 26. august 2015.

6 Se Danmarks Nationalbank, Nationalbanken tjente to mia. kr. på kronepresset, *Nyt fra Nationalbanken*, 1. kvartal, nr. 1, 2016.

Langvarig tendens til fald i den nominelle rente på statsobligationer

Figur 6.1



Anm.: Effektiv rente på 10-årige statsobligationer. For Danmark før juli 1983: Effektiv rente på lange statsobligationer.

Kilde: OECD, Main Economic Indicators (via Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED database); Kim Abildgren, A Chart & Data Book on the Monetary and Financial History of Denmark, *Working Paper*, maj 2017 (efterfølgende opdateret).

Faldet skyldtes delvist, at centralbankerne førte en lempelig pengepolitik for at understøtte efterspørgslen i en periode med ledig kapacitet i økonomien og en inflation, som lå under centralbankernes målsætning. Analyser pegede dog på, at faldet også afspejlede en fortsættelse af en mere langvarig tendens til fald i den naturlige realrente, som allerede gjorde sig gældende før finanskrisen.⁷ Den naturlige realrente er betegnelsen for den (uobserverbare) realrente, som er forenelig med såvel lav og stabil inflation som fuld udnyttelse af produktionsressourcerne i økonomien. Det strukturelle fald i den naturlige realrente havde bl.a. baggrund i lavere produktivitetsvækst, lavere vækst i arbejdsstyrken i takt med en aldrende befolkning, højere opsparing som følge af stigende levealder og højere opsparingstilbøjelighed i vækstøkonomier som fx Kina og en række andre lande, især i Asien. Hertil kom mere midlertidige faktorer såsom øget efterspørgsel efter sikre aktiver i kølvandet på usikkerhed efter finanskrisen. Jo lavere den naturlige realrente blev, desto lavere skulle centralbankernes pengepolitiske renter være for at have en stimulerende effekt på økonomien. I flere lande blev de pengepolitiske renter negative.

⁷ Se Jesper Pedersen, The Danish Natural Real Rate of Interest and Secular Stagnation, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 94, marts 2015; Jakob Adolfsen og Jesper Pedersen, Den naturlige realrente i Danmark er faldet, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 13, juni 2019; nationalbankdirektør Lars Rohdes præsentation på Forsikring & Pensions medlemsmøde, 11. januar 2022.

En verden med negative nominelle renter var nyt og uopdyrket land, som rejste mange spørgsmål om påvirkningen af økonomien og det finansielle system: Hvordan påvirkede lave og negative renter adfærden blandt husholdninger og virksomheder? Hvad betød de for bankernes forretningsmodel? Førte negative renter til øget risikotagning og opbygning af risici i det finansielle system? I hvilket omfang ville samfundsøkonomien blive stimuleret af faldet i de pengepolitiske renter ind i det negative område? Det var nogle af de spørgsmål, som var fokusområder for arbejdet i både Nationalbanken og Det Systemiske Risikoråd.

Om negative pengepolitiske renter og faldet i den naturlige realrente

”I dag står vi i en situation med strukturelt lave renter på europæisk plan, der ser ud til at fortsætte en rum tid endnu. Det er en situation, der påvirker hele den finansielle sektor, herunder banker og centralbanker. Nationalbanken har et system, hvor danske banker op til et vist beløb friholdes for negative renter. Men lad mig understrege, at det ikke er Nationalbankens opgave at friholde danske banker for strukturelt lave renter.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale på Finans Danmarks direktørkonference, 2. september 2019.

Før Nationalbanken og andre centralbanker introducerede negative pengepolitiske renter, var det en udbredt opfattelse, at nominelle renter ikke kunne blive negative. Tankegangen var, at banker, investorer, virksomheder og borgere ville foretrække at holde kontanter frem for at acceptere negative renter på fx bankindskud og placeringer i værdipapirer.⁸ I praksis er der imidlertid fordele forbundet med at anvende bankindeståender og værdipapirer til værdiopbevaring og bankindskud til betalinger frem for kontanter: Der er omkostninger og risici ved at transportere, opbevare, håndtere og forsikre store kontantbeholdninger, og i mange betalingssituationer er elektroniske betalingsinstrumenter knyttet til bankindeståender meget mere bekvemme end kontanter. Det gør sig ikke mindst gældende ved betaling af store beløb. Disse fordele kan der være villighed til at betale for i form af en vis negativ rente.

8 Se Niels Blomquist, Niels Arne Dam og Morten Spange, Pengepolitiske strategier ved rentens nedre nulgrænse, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 83-98, vol. 50(4,1), marts 2011; Anders Jørgensen og Lars Risbjerg, Negative renter, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 57-70, vol. 51(3,1), september 2012.

Negative pengemarkedsrenter

Nationalbankens indskudsbevisrente lå væsentligt under nul gennem en længere årrække efter kronekrisen i 2015. Det fik efterhånden gennemslag på øvrige renter i økonomien.⁹ Der var straks gennemslag på pengemarkedsrenterne, hvilket var afgørende for styringen af kronekursen. Det store spænd mellem Nationalbankens indskudsbevisrente og foliorente gav anledning til udsving i dag til dag-renten, som var af teknisk karakter, idet de ikke havde baggrund i variation i udbud og efterspørgsel efter likviditet. Det var et velkendt fænomen, som man også tidligere havde set i perioder med store spænd mellem de to renter (og positiv indskudsbevisrente).¹⁰ Efter Nationalbankens overgang til daglige markedsoperationer i indskudsbeviser i februar 2017 blev udviklingen i dag til dag-renten betydelig mere stabil, se boks 6.1.¹¹

9 Se Carina Moselund Jensen og Morten Spange, Rentegennemslag og kontantefterspørgsel ved negative renter, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 53-64, vol. 54(2), juni 2015; Søren Lejsgaard Autrup, Rasmus Kofoed Mandsberg og Lars Risbjerg, Gennemslag fra Nationalbankens renter til pengeinstitutternes renter, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 51-63, vol. 55(2), juni 2016; side 23-55 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2. halvår 2016*; Jakob Feveile Adolfsen og Morten Spange, Positivt gennemslag fra negative renter, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 5, april 2020.

10 Se Allan Bødskov Andersen, Volatiliteten i dag-til-dag pengemarkedsrenten, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 23-35, vol. 43(4), december 2004.

11 For yderligere at reducere udsvingene i pengemarkedsrenterne ændrede Nationalbanken med virkning fra 19. marts 2021 de pengepolitiske instrumenter, se pressemeddelelsen *Teknisk tilpasning af de pengepolitiske instrumenter* fra Danmarks Nationalbank, 11. marts 2021; Danmarks Nationalbank, Teknisk tilpasning af de pengepolitiske instrumenter, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 5, marts 2021. Spændet mellem indskudsbevisrenten og foliorenten blev indsnævret fra -0,60 til 0,00 procentpoint, ved at begge renter blev ændret til -0,50 pct. Desuden blev rammerne for indskud på foliokonti suspenderet, så de pengepolitiske modparter kunne placere hele deres indestående i Nationalbanken på foliokonto til samme rente som ved placering i indskudsbeviser. Det betød, at der ikke længere var behov for daglige markedsoperationer i indskudsbeviser for at tilpasse likviditeten, så de ophørte pr. 30. april 2021. Endvidere blev spændet mellem udlånsrenten og indskudsbevisrenten indsnævret fra 0,65 til 0,15 procentpoint ved en nedsættelse af udlånsrenten til -0,35 pct. Det reducerede potentialet for udsving i pengemarkedsrenterne som følge af niveauskift i de pengepolitiske modparterers samlede nettostilling over for Nationalbanken (dvs. indskudsbeviser og folioindskud fraregnet pengepolitiske lån). Ændringerne af de pengepolitiske instrumenter var alene af teknisk karakter og havde ikke til formål at påvirke niveauet for pengemarkedsrenterne eller kronekursen, og de betød samlet set ingen væsentlig ændring i de pengepolitiske modparterers rentebetaling til Nationalbanken.

Overgang til daglige markedsoperationer i 2017 reducerede udsving i pengemarkedsrenten

Boks 6.1

Indretningen af de pengepolitiske instrumenter med ugentlige markedsoperationer og et spænd mellem indskudsbevisrenten og foliorenten gav anledning til en vis teknisk volatilitet i dag til dag-renten på pengemarkedet, som ikke afspejlede udsving i udbud og efterspørgsel efter likviditet. Det var tilfældet, uanset om de pengepolitiske renter var positive eller negative.

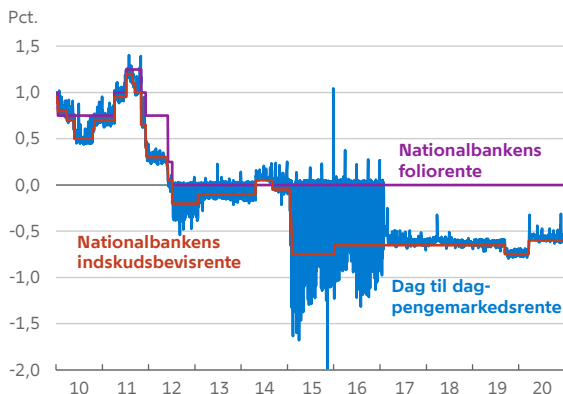
I oktober 2007 var begge de pengepolitiske renter positive, og foliorenten (på 4,00 pct. p.a.) var lidt lavere end indskudsbevisrenten (på 4,25 pct. p.a.) for at give de pengepolitiske modparter et incitament til at planlægge deres likviditetsbehov og aktivt udveksle likviditet med hinanden på markedsvilkår via pengemarkedet frem for passivt at placere likviditet på en foliokonto i Nationalbanken. Dag til dag-renten på pengemarkedet havde en tendens til at ligge tæt på foliorenten på ugens første fire dage. Det skyldes, at placering på foliokonti i Nationalbanken på disse dage var eneste mulighed for at få forrentet overskydende kronelikviditet for modparterne set under ét. På den sidste dag i ugen, hvor Nationalbanken havde åbent for salg af indskudsbeviser, ville dag til dag-renten på pengemarkedet derimod blive noget højere end indskudsbevisrenten, så der set over en 7-dages periode blev arbitrageligestillet mellem udlån i dag til dag-pengemarkedet og køb af Nationalbankens indskudsbeviser. Arbitrageligestillingen skyldes, at en bank, som udlånte likviditeten på dag til dag-basis i pengemarkedet på ugens sidste bankdag, måtte tage i betragtning, at likviditeten i den følgende uges første fire bankdage kun kunne forventes at blive genplaceret til en rente tæt på foliorenten i pengemarkedet (eller til foliorenten i Nationalbanken).

I oktober 2015 var begge renter negative, og foliorenten (på 0,00 pct. p.a.) var højere end indskudsbevisrenten (på -0,75 pct. p.a.). Dag til dag-renten på pengemarkedet havde stadig en tendens til at ligge tæt på foliorenten på ugens første fire bankdage. Det skyldes, at placering på foliokonti i Nationalbanken for modparterne set under ét på disse dage stadig var eneste mulighed for at placere overskydende kronelikviditet. På de dage, hvor Nationalbanken havde åbent for salg af indskudsbeviser, ville dag til dag-renten på pengemarkedet derimod blive meget lavere end indskudsbevisrenten, så der set over en 7-dages periode blev arbitrageligestillet mellem udlån i dag til dag-pengemarkedet og køb af Nationalbankens indskudsbeviser til negativ rente. Det skyldes, at en bank, som udlånte likviditeten på dag til dag-basis i pengemarkedet på ugens sidste bankdag, kunne tage i betragtning, at likviditeten i den følgende uges første fire bankdage kunne forventes at blive genplaceret til en rente tæt på nul i pengemarkedet (eller i Nationalbanken). Med det store spænd mellem indskudsbevisrenten og foliorenten blev volatiliteten i dag til dag-renten på pengemarkedet meget høj, se boksens figur.

Med virkning fra 1. februar 2017 indførte Nationalbanken daglige køb og salg af indskudsbeviser. Det skete efter en længere periode, hvor Nationalbanken ofte havde haft behov for at gennemføre ekstraordinære markedsoperationer for at sikre en smidig likviditetsudveksling og undgå overskridelse af den samlede folioramme.

Fortsætter...

Store udsving i pengemarkedsrenten før 2017



Anm.: Nationalbankens indlånsrenter og dag til dag-renten på pengemarkedet.

Dag til dag-renten er tomorrow-next-renten til og med 28. februar 2017.

Derefter er anvendt overnight-renten pre-DESTR (Denmark Short-Term Rate).

Kilde: Danmarks Nationalbank og Finans Danmark.

Overgangen til daglige markedsoperationer i indskudsbeviser betød, at dag til dag-renten på pengemarkedet på alle bankdage kom til at ligge meget tættere på indskudsbevisrenten. Der forekom dog stadig større udsving i pengemarkedsrenten i forbindelse med opgørelsestidspunkterne for pengeinstitutternes balance og likviditetssituation, dvs. ultimo året, kvartalet og måneden. De fortsatte udsving hang sammen med, at bankerne gerne ville præsentere en balance over for fx investorer, myndigheder og kreditvurderingsbureauer med en så lille risiko og en så stor mængde likvide aktiver som muligt. Bankerne var derfor uvillige til at foretage usikrede pengemarkedsudlån, som løb hen over især årsskiftet, uden at blive kompenseret i form af en højere rente.

Kilde: Kim Abildgren, Nicolaj Albrechtsen, Mark Strøm Kristoffersen, Søren Truels Nielsen og Rasmus Tommerup, The short-term Danish interbank market before, during and after the financial crisis, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 99, november 2015; Jonas Lundgaard Christensen, Palle Bach Mindested og Lars Risbjerg, Seneste tendenser på pengemarkedet, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 51-59, vol. 53(4), december 2014; Morten Fremmich Andresen, Mark Strøm Kristoffersen og Lars Risbjerg, Pengemarkedet ved pres på kronen og negative renter, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 55-64, vol. 54(4), december 2015; side 8-10 i Danmarks Nationalbank, Stabil krone og roligt pengemarked, *Danmarks Nationalbank Rapport (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 2, marts 2017.

Negative renter over for husholdninger og virksomheder

Renten på korte realkreditobligationer blev negativ i februar 2015, og skattemyndighederne (SKAT) udsendte allerede i slutningen af februar 2015 en beskrivelse af reglerne for beskatning af og fradrag for negative renter. Her blev det slået fast, at en renteindtægt i form af en negativ rente var skattepligtig for låntager, mens en renteudgift i form af en negativ rente var fradragsberettiget for långiver.¹²

Indførelse af negative renter over for bankernes detailkunder skete ikke på et bestemt tidspunkt, men varierede – både med hensyn til tidspunkt og beløbsgrænser. Indskud fra erhvervskunder blev mødt med negative renter allerede i begyndelsen af 2015, og to år efter var omkring halvdelen af virksomhedernes indlån negativt forrentede, se figur 6.2 og 6.3.

Pengeinstitutterne var betydeligt længere om at indføre negative indlånsrenter over for privatkunderne end over for erhvervskunderne. Først i slutningen af 2019 og begyndelsen af 2020 mødte de første privatkunder negative renter på bankindskud.¹³ Forskellen skyldtes ikke, at der var noget i den finansielle regulering, som forhindrede pengeinstitutterne i at opkræve negative renter hos privatkunder.¹⁴ Snarere afspejlede den frygt for negativ omtale og kundeflugt, hvis et pengeinstitut indførte negative renter for private, uden at andre pengeinstitutter også gjorde det på samme tid. Desuden kan det have spillet ind, at indlån kun tegnede sig for en del af et samlet kundeengagement. Selv for rene indlånskunder kunne et kunde-forhold have værdi ud over den umiddelbare likviditetseffekt af indlånet, idet en indlånskunde senere kunne få behov for andre ydelser. Endelig kan der have været en frygt for, at negative renter ville få mange kunder til at kræve deres indestående udbetalt i kontanter, hvilket kunne være besværligt og omkostningsfuldt for bankerne at håndtere. Renten på indlån kunne således være påvirket af en række forhold, som ikke direkte var relateret til udviklingen i den pengepolitiske rente.

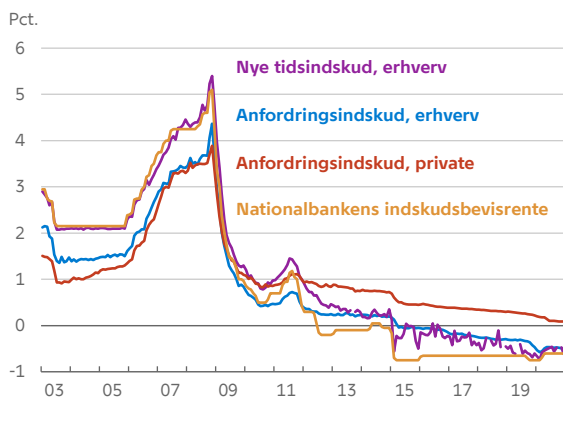
12 Se side 53 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 1. halvår 2015*.

13 Se side 20 i Danmarks Nationalbank, *Stabilisering af finansielle markeder efter covid-19-uro, Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 11, juni 2020; side 14-16 i Danmarks Nationalbank, *Lempelige finansielle vilkår understøtter realøkonomien, Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 6, marts 2021; Rasmus Kofoed Mandsberg, Alexander Meldgaard Otte og Morten Spange, *Privatkundernes reaktion på negative indlånsrenter, Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 9, april 2021.

14 Se notat fra Finanstilsynet om *Negative renter på indlånskonti*, 3. februar 2020. Der var et udestående spørgsmål i forhold til negative renter på basale betalingskonti, som dog kun tegnede sig for en beskeden del af privatkunders konti og indeståender i pengeinstitutter, se pressemeddelelsen *Kommentar til TV2's historier om negative renter* fra Finanstilsynet, 3. december 2021; nyheden *Basale betalingskonti i forbindelse med fokus på negative renter* fra Finans Danmark, 15. december 2021; notatet *Redegørelse om sagsforløbet omkring negative renter* fra Finanstilsynet, 13. januar 2022; pressemeddelelsen *EU-Kommissionens vurdering af negative renter* fra Finanstilsynet, 17. januar 2022; brev fra Europa-Kommissionen til Finanstilsynet om *Interpretation of the Payment Accounts Directive (PAD) – Negative interest rates*, 13. januar 2022.

Erhvervskunder begyndte at betale negativ rente på bankindskud i 2015

Figur 6.2

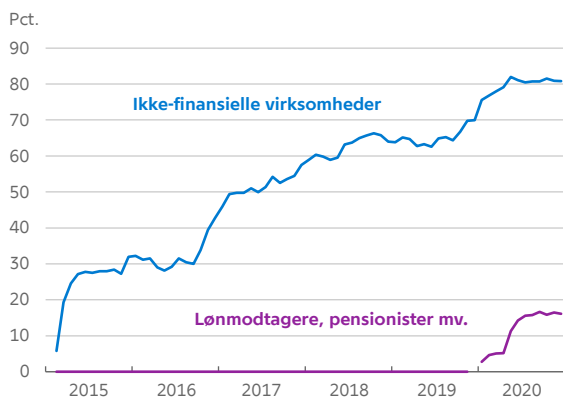


Anm.: Indlånsrenter i pengeinstitutter og Nationalbankens indskudsbevisrente. *Erhverv* er ikke-finansielle selskaber. *Private* er husholdninger (inkl. personligt ejede virksomheder). Anfordringsindskud fra private er opgjort inkl. indlån, der modsvarer af en uudnyttet del af lånerammen på fx et prioritetslån, og som typisk forrentes som udlån.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Halvdelen af virksomhedernes bankindskud gav negativ rente i 2017

Figur 6.3



Anm.: Andel af indlån i pengeinstitutter med negativ rente.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Statistikbank.

Kontantomløbet i lyset af negative renter

Kontantefterspørgslen så ikke ud til at blive øget af hverken Nationalbankens overgang til negativ pengepolitisk rente for det meste af perioden siden midten af 2012 eller bankernes introduktion af negative renter for erhvervskunder fra begyndelsen af 2015, se figur 6.4. Efter introduktionen af negative renter for privatkunder i slutningen af 2019 og begyndelsen af 2020 var der ganske vist tegn på en vis stigning i kontantefterspørgslen, men det var samtidig en periode præget af udbruddet af coronapandemien. Under pandemien opfordrede mange butikker til at betale digitalt, og der var perioder med nedlukninger af dele af samfundet. Det kan have gjort det vanskeligere for borgere og mindre erhvervsdrivende at anvende kontanter til betalinger og dermed medført en midlertidig ophobning af kontanter blandt borgere og virksomheder. Nedgangen i kontantbetalinger under pandemien kan også have fået virksomhederne til at foretage mindre hyppige indleveringer i døgnbokse eller få foretaget kontantaffhentninger mindre hyppigt ud fra rent omkostningsmæssige overvejelser, hvilket kan have medvirket til at øge behovet for kontanter i cirkulation.¹⁵

Negative renter og bankernes indtjening

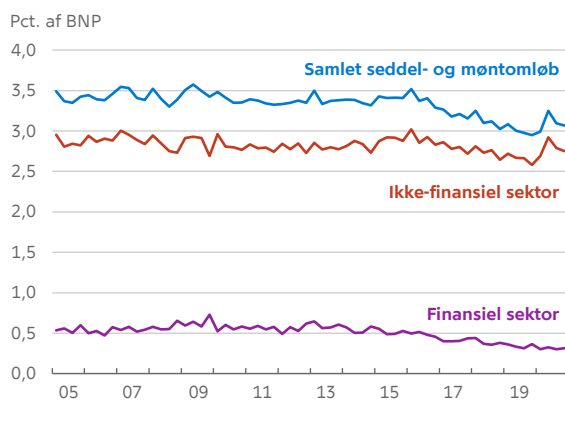
Bankernes nettorenteindtægter faldt i årene efter 2012 som følge af kombinationen af lave og negative renter og tilbageholdenhed i den nedadgående tilpasning af især indlånsrenten, se figur 6.5 og 6.6.¹⁶ Til gengæld steg bankernes gebyrindtægter (inkl. formidlingsprovision fra realkreditinstitutter mv.), og bankerne havde fra 2015 samlet set overskud på niveau med årene før finanskrisen, se figur 6.7. Der var således ikke indikationer på, at negative renter i sig selv udgjorde en væsentlig udfordring for bankernes indtjening.

15 Se Jakob Mølgaard Heisel, Kontanterns anvendelse i samfundet, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 3, marts 2021.

16 Se kapitel 4 om *Negative renter og effekten på kreditinstitutternes indtjening* i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 1. halvår 2015*.

Stabil udvikling i kontantomløbet

Figur 6.4

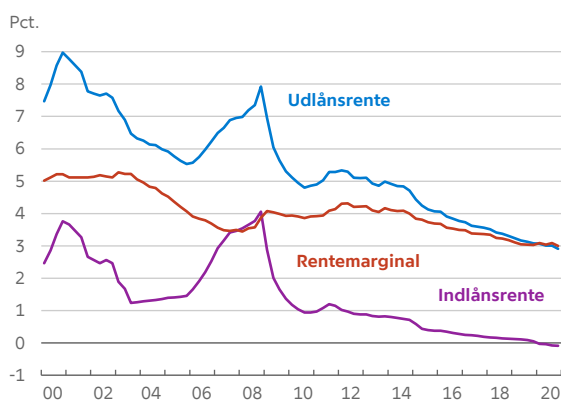


Anm.: Omløbet af sedler og mønter. Annualiseret BNP.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbank; Danmarks Nationalbank, Statistikbank.

Fald i pengeinstitutternes rentemarginal efter 2012

Figur 6.5

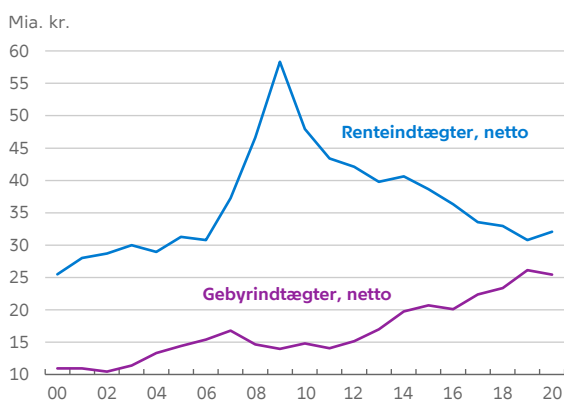


Anm.: Pengeinstitutternes gennemsnitsrenter og rentemarginal. Sammenvejede renter for udestående forretninger med ikke-finansielle selskaber, offentlig forvaltning og service, husholdninger og nonprofitinstitutioner rettet mod husholdninger.

Kilde: Kim Abildgren, A Chart & Data Book on the Monetary and Financial History of Denmark, *Working Paper*, maj 2017 (efterfølgende opdateret).

Pengeinstitutterne fik færre indtægter fra renter men flere fra gebyrer gennem 2010'erne

Figur 6.6

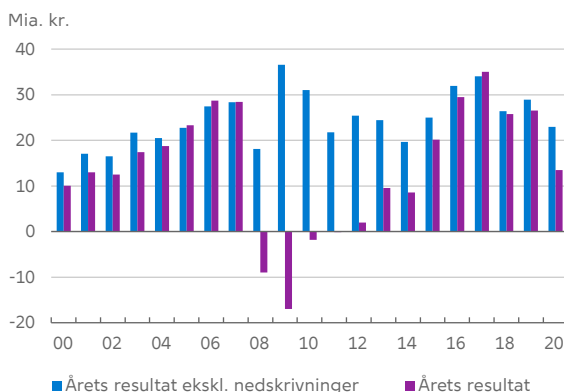


Anm.: Pengeinstitutternes rente- og gebyrindtægter. Ekskl. Nordea. Før 2005: kun gruppe 1-3. Gebyrindtægter vedrørende betalingsformidling, garantiprovision, lånesagsgebyrer, værdipapirhandel mv.

Kilde: Finanstilsynet, *Pengeinstitutter – Markedsudvikling*, diverse udgaver; Finanstilsynet, *Pengeinstitutternes regnskaber*, diverse udgaver.

I 2. halvdel af 2010'erne havde pengeinstitutterne igen overskud på niveau med midten af nullerne

Figur 6.7



Anm.: Pengeinstitutternes overskud. Ekskl. Nordea. Før 2005: kun gruppe 1-3.

Kilde: Finanstilsynet, *Pengeinstitutter – Markedsudvikling*, diverse udgaver; Finanstilsynet, *Pengeinstitutternes regnskaber*, diverse udgaver.

Virksomhedernes adfærd under lave og negative renter

Nationalbankens analyser viste, at de gunstige finansielle forhold efter overgangen til negativ pengepolitisk rente generelt understøttede økonomien.¹⁷ Analyserne viste også, at virksomhederne ikke alene reagerede på de negative renter på bankindskud ved at nedbringe gæld og flytte indskud til banker, som (endnu) ikke havde indført negativ indlånsrente. De negative indlånsrenter gjorde også virksomhederne mere risikovillige og fik dem til at investere i produktion og arbejdspladser i håb om at få et positivt afkast.¹⁸

Erhvervslivets efterspørgsel efter kredit var mere afdæmpet efter end før finanskrisen. Virksomhederne havde et betydeligt positivt opsparingsoverskud, og en del virksomheder ønskede at konsolidere deres balancer for at blive mere modstandsdygtige over for stød til økonomien og forbedre deres fremtidige finansieringsmuligheder. Endvidere havde danske virksomheder historisk set været i stand til at dække store dele af deres finansieringsbehov i begyndelsen af et opsving gennem opsparet indtjening.¹⁹

Virksomhedernes lave kreditefterspørgsel øgede konkurrencen om erhvervskunder blandt pengeinstitutterne. Men der var ikke tegn på, at de lave og negative renter fik institutterne til at lempe lånevilkårene over for mindre kreditværdige virksomheder. Analyser viste, at de mindst produktive danske virksomheder havde relativt let adgang til kredit sammenlignet med lavproduktive virksomheder i andre lande. Der var dog ikke indikationer på, at de lave renter førte til flere højt gældsatte og ikke-konkurrencedygtige danske virksomheder, og Danmark havde få sådanne zombievirksomheder sammenlignet med andre lande.²⁰

17 Se Jakob Roager Jensen og Jesper Pedersen, Macro-financial linkages in a SVAR-model with application to Denmark, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 134, januar 2019.

18 Se Kim Abildgren og Andreas Kuchler, Virksomheder nedbringer gæld og investerer mere, når de får negativ rente på bankindskud, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 24, november 2020.

19 Se Christina Petersen og Lars Risbjerg, Danske virksomheders finansiering i et makroøkonomisk perspektiv, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 62, juli 2009; Kim Abildgren, Mark Niels Strøger Hansen, Mark Strøm Kristoffersen, Andreas Kuchler, Carina Moselund Jensen og Oxana Skakoun, Virksomhedernes kapitalstruktur, produktivitet og adgang til finansiering, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 61-77, vol. 53(4), december 2014.

20 Se Svend Greniman Andersen og Andreas Kuchler, Kreditgivning i et lavrentemiljø, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 83-93, vol. 55(2), juni 2016; side 15 i *Danmarks Nationalbank Rapport (Monetære og finansielle tendenser – marts 2018)*, nr. 3, 2018; Svend Greniman Andersen, Paul Lassenius Kramp og Andreas Kuchler, Zombievirksomheder fylder kun lidt i Danmark, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 29, december 2019.

Ny referencerente på pengemarkedet

Omsætningen på pengemarkedet faldt i årene efter finanskrisen. Det gjaldt især for længere usikrede lån som følge af større fokus på kreditrisici. Men også i dag til dag-pengemarkedet blev omsætningen koncentreret om lån mod sikkerhed. Aktiviteten faldt yderligere i årene efter kronekrisen i 2015, hvor bankerne havde store indskud på foliokonti i Nationalbanken i kølvandet på Nationalbankens store valutakøb. Det gav bankerne mindre behov for at foretage transaktioner i pengemarkedet. Behovet kan også være blevet mindre efter Nationalbankens overgang til daglige markedsoperationer i februar 2017.²¹

På dag til dag-pengemarkedet ændredes omsætningen, så den blev domineret af overnight-lån (O/N-lån)²² frem for tomorrow/next-lån (T/N-lån)²³. Ændringen afspejlede blandt andet, at pengeinstitutterne i perioder med store beløb på foliokonti i Nationalbanken havde mindre behov for at styre forudsete likviditetsudsving to dage frem. Desuden kan det have haft en effekt, at afviklingen af handler i det danske obligationsmarked gik fra tre til to valørdage i oktober 2014.

Referencerenten på det danske dag til dag-pengemarked havde siden 1997 været en omsætningsvægtet T/N-rente beregnet på baggrund af usikrede interbank-udlån i kroner i T/N-segmentet og udlånenes gennemsnitlige rente. Oprindeligt blev renten beregnet af Nationalbanken på vegne af Finansrådet,²⁴ men senere overgik beregningen til NASDAQ OMX (2015) og Danish Financial Benchmark Facility (2019). Med faldet i omsætningen i det usikrede dag til dag-marked blev T/N-satserne i vid udstrækning afhængige af kvoterede satser i stedet for at være baseret på faktiske handler.

I maj 2019 udsendte Finans Danmark et konsultationspapir om en ny dag til dag-referencerente i Danmark (Denmark Short-Term Rate, DESTR), som udelukkende skulle være baseret på transaktioner på basis af usikrede O/N-indskud i banker fra banker og andre finansielle institutioner. Internationalt blev der også arbejdet på at konstruere nye transaktionsbaserede referencerenter, og den nye danske referencerente kom til at følge samme principper og metoder som euroområdet nye referencerente (euro short-term rate, €STR). Dataanalysearbejdet i forbindelse med den nye danske referencerente blev foretaget af Nationalbanken.²⁵

21 Se Morten Fremmich Andresen, Mark Strøm Kristoffersen og Lars Risbjerg, Pengemarkedet ved pres på kronen og negative renter, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 55-64, vol. 54(4), december 2015.

22 Lån med start på dagen, hvor låneaftalen indgås.

23 Lån med start dagen efter aftaledagen.

24 Se side 96 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010.

25 Se side 5 i *Danmarks Nationalbank Rapport (Monetære og finansielle tendenser – september 2018)*, nr. 6, 2018; side 6 i *Danmarks Nationalbank, Finansiell stabilitet – 2. halvår 2019*; meddelelsen *Key Danish benchmark CIBOR set to get a new benchmark Administrator* fra Finans Danmark, 15. maj 2019; meddelelsen *En ny vigtig dansk rente ser dagens lys* fra Finans Danmark, 9. juli 2019.

Nationalbanken fandt det positivt, at der blev udviklet en dansk referencerente, som var i tråd med international best practice og var baseret på faktiske handler frem for kvoterede priser, da bagvedliggende transaktioner øger tilliden til en referencerente.²⁶ DEST R gik i luften i 2022, og Nationalbanken blev ejer og administrator af den nye referencerente. Denne model svarede til situationen for lignende referencerenter i flere andre lande. Udfasningen af den eksisterende referencerente (T/N-renten) blev planlagt af en arbejdsgruppe nedsat af Nationalbanken med bred deltagelse fra den private banksektor, relevante brancheorganisationer, Danish Financial Benchmark Facility og Finanstilsynet.²⁷

Arbejdet med referencerenter for længere løbetider end dag til dag skulle foregå i en arbejdsgruppe under Finans Danmark.²⁸ Den skulle analysere udfasning af referencerenter baseret på Cibor²⁹ og T/N-renten efter introduktionen af DEST R.

26 Se Danmarks Nationalbanks Høringssvar vedr. mulige kandidater til en ny risikofri referencerente for det danske kronemarked, 22. maj 2019.

27 Se Danmarks Nationalbanks pressemeddelelse *Nationalbanken bliver ejer og administrator af ny dansk referencerente*, 27. november 2020; Danmarks Nationalbanks pressemeddelelse *Referencerenten DEST R lanceres 1. april 2022*, 9. november 2021; boks 1, *Nationalbanken overtager DEST R*, i *Lempelige finansielle vilkår understøtter realøkonomien*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, (Monetære og finansielle tendenser), nr. 6, marts 2021; boks 4, *Ny transaktionsbaseret dag til dag-referencerente, DEST R*, lanceres d. 1. april, i *Danmarks Nationalbank Analyse* (Monetære og finansielle tendenser), nr. 4, marts 2022.

28 Se *Public Consultation on the Transition from Tom/Next to DEST R*, 4. oktober 2021, fra Working Group on Short-Term Reference Rate; *Memo on the potential use of forward- and backward-looking reference rates in the Danish Banking-, Mortgage- and Derivative market considering the introduction of DEST R*, 8. juli 2021 fra Finans Danmarks working groups on risk free rates.

29 Cibor (Copenhagen InterBank Offered Rate) blev etableret i 1988 som referencerente for udlån af kronelikviditet på usikret basis til et kreditværdigt pengeinstitut. Beregningen af Cibor overgik fra Nationalbanken til NASDAQ OMX i 2011 og senere til Danish Financial Benchmark Facility (2019), se side 104 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-Schultz Grafisk, 2010; *Udtalelse vedrørende Cibor* fra Danmarks Nationalbank, 30. marts 2011.

Reguleringsmæssig opfølgning på finanskrisen

Den globale finanskrisen havde store samfundsøkonomiske omkostninger. Derfor var det nødvendigt at genoverveje rammerne for den finansielle sektor i både Danmark og andre lande for at gøre sektoren mere robust og forebygge kommende kriser. Det meste af den nye regulering i Danmark stammede fra fælleseuropæiske og internationale tiltag.

Det politiske fokus på risici i det finansielle system blev øget ved at etablere særlige institutioner – i Danmark i form af Det Systemiske Risikoråd – som skulle holde øje med trusler mod den finansielle stabilitet.

Kravene til kreditinstitutters kapital og likviditet blev skærpet. Store banker og realkreditinstitutter blev udpeget som systemisk vigtige finansielle institutter. De blev pålagt ekstra krav, da det kunne få alvorlige konsekvenser for det finansielle system og samfundsøkonomien som helhed, hvis de kom i problemer. Desuden blev der gennemført nye ordninger for nødlidende kreditinstitutter, så selv komplekse finansielle koncerner kunne håndteres – uden at skatteydernes penge kom i spil.

Den nye regulering gjaldt også på boligfinansieringsområdet. Der blev over en årrække gennemført en række tiltag, som blandt andet begrænsede muligheden for boliglån med afdragsfrihed og/eller variabel rente til låntagere med lav friværdis og høj gæld i forhold til indkomsten. Desuden blev det besluttet at ændre ejendomsbeskatningen, så boligskatten igen ville komme til at følge udviklingen i boligpriserne.

Finanskrisen satte også fokus på god virksomhedsledelse og lønforholdene i finanssektoren. Senere kom der også fokus på de risici, som klimaforandringer kan udgøre for den finansielle stabilitet.

Behov for ny regulering på en lang række områder efter finanskrisen

Finanskrisen afslørede svagheder i reguleringen af den finansielle sektor, som havde medvirket til opbygningen af store finansielle ubalancer forud for krisen og dermed til, at den blev så omfattende. Efter krisen blev der både internationalt og i Danmark gennemført omfattende tiltag for at gøre det finansielle system mere robust og reducere risikoen for lignende fremtidige kriser med alvorlige negative konsekvenser for samfundsøkonomien.¹

Der blev etableret særlige organer – i Danmark i form af Det Systemiske Risikoråd, DSRR – som skulle holde øje med trusler mod den finansielle stabilitet. Overvågningen skulle ikke fokusere på robustheden af den enkelte finansielle virksomhed men på det samlede finansielle systems modstandsdygtighed. Formålet var at undgå, at risici kunne vokse sig store og få omfattende negative effekter på det finansielle system og samfundsøkonomien som helhed.

I nogle lande blev tilsynet med den finansielle sektor omorganiseret, så centralbanken kom til at spille en større rolle. Placeringen af det finansielle tilsyn i Danmark blev også genovervejet – uden at det dog førte til ændringer.

Kravene til kreditinstitutternes kapital blev skærpet, så de blev bedre i stand til at modstå tab. Her var der især fokus på at sikre, at institutterne fik opbygget en ekstra stødpude af kapital i gode tider med stærk udlånsvækst og ophobning af risici, så de havde noget at stå imod med i krisetider. Desuden indførte man ordninger til krisehåndtering af komplekse finansielle institutter.

Reguleringen af kreditinstitutterne blev også strammet på en lang række andre områder, fx med hensyn til kravene til likviditetsreserver og den regnskabsmæssige behandling af nedskrivninger.

Om behovet for regulering efter finanskrisen

”Krisen vil få konsekvenser for den fremtidige indretning og regulering af den finansielle sektor. Det er for tidligt at drage detaljerede konklusioner, først skal årsagerne analyseres. Men der er ingen tvivl om, at kravene til finansielle institutioners kapital i forhold til den risiko, de kan påtage sig, vil blive strammet. Der vil komme nye krav om gennemsigtighed i finansielle institutioner. Kravene til likviditetsstyring vil givetvis også blive skærpet i fremtiden. Og det bliver ikke en frivillig sag. Svaghederne i systemet går ikke over af sig selv. Vi er nødt til at reparere på årsagerne til, at vi er havnet i den suppedas!”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde, 8. december 2008.

1 Se Borka Babic og Anne-Sofie Reng Rasmussen, Reguleringsinitiativer på det finansielle område, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 75-90, vol. 49(1), marts 2010; side 36-38 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 1. halvår 2009*.

Formålet med øgede kapitalkrav og nye rammer for håndtering af kriserammede kreditinstitutter var ikke alene at bidrage til at reducere omfanget af fremtidige finanskriser. Målet var også at undgå omfattende statslige redningsaktioner i forhold til den finansielle sektor, så skatteyderne ikke kom til at betale for bankredninger.

Bag de mange tiltag lå også en forventning om en samfundsmæssig gevinst, idet bedre regulering af især bankerne kunne bidrage til færre og mindre alvorlige finanskriser og dermed mindre udsving i produktion og arbejdsløshed. Strammere regulering kunne dog være forbundet med højere omkostninger for banksektoren i en overgangsperiode. Det kunne påvirke både bankernes lyst til at låne ud og de renter og omkostninger, som kunderne måtte betale. Men analyser viste, at fordelene for samfundet ved den reguleringsmæssige opstramning efter finanskrisen klart oversteg omkostningerne.² Det var også vurderingen i den rapport, som en bredt sammensat arbejdsgruppe for eftersyn af den finansielle regulering offentliggjorde i april 2018. Arbejdsgruppen var nedsat af regeringen og havde bl.a. deltagelse af repræsentanter fra Finans Danmark, Forsikring & Pension, Nationalbanken og forskerverdenen.³

Om regulering – en byrde eller et aktiv for bankerne?

”Undertiden hører man den kommentar, at myndighedsreguleringen er en særlig byrde, som hviler på pengeinstitutter.

(...)

Men det er da tankevækkende, at dengang bankerne var uregulerede erhvervsvirksomheder – altså før den første banklov i 1919 – var kapitaldækningen generelt meget højere end i dag. Omkring midten af det 19. århundrede var kapital og reserver ca. 40 pct. af balancen, omkring 1900 var den godt 20 pct. I 1920’erne kom den så ned omkring 12 pct. I dag udgør pengeinstitutters egenkapital i gennemsnit ca. 6 pct. af balancen. Sådanne sammenligninger skal selvfølgelig ikke tages for pålydende. Men det kunne måske give anledning til, at man ikke bare opfatter myndighedsreguleringen som en byrde. Måske er den ligefrem et værdifuldt aktiv!”

Citat fra nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens tale på Finansrådets årsmøde, 1. december 2004.

2 Se Anders Møller Christensen, Makrovirkninger af finansiell regulering, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 163-171, vol. 50(1,1), marts 2011; Jakob Guldbæk Mikkelsen og Jesper Pedersen, A cost-benefit analysis of capital requirements for the Danish economy, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 123, december 2017.

3 Se meddelelsen *Arbejdsgruppe anbefaler forenklinger af den finansielle lovgivning* fra Erhvervsministeriet, 27. april 2018; side 9 i Arbejdsgruppen for eftersyn af den finansielle regulering, *Eftersyn af den finansielle regulering*, april 2018.

Oprettelse af råd til overvågning af systemiske finansielle risici

Finanskrisen havde tydeligt vist, at det ikke var nok blot at have fokus på at regulere de enkelte finansielle virksomheder (mikroprudentiel regulering) og føre tilsyn med deres sundhedstilstand (mikroprudentielt tilsyn). Der var behov for at styrke både overvågningen af risici i det finansielle system som helhed (makroprudentiel overvågning) og mulighederne for at gennemføre tiltag til at forebygge eller reducere sådanne systemiske risici (makroprudentiel regulering), så de ikke fik alvorlige negative effekter på det finansielle system og realøkonomien.

I januar 2011 etableredes Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (European Systemic Risk Board, ESRB) som led i de nye institutionelle rammer på det makroprudentielle område på EU-plan.⁴ ESRB skulle bestå af repræsentanter fra alle centralbanker og tilsynsmyndigheder i EU og havde som rådgivende organ til opgave at overvåge og vurdere systemiske risici i EU. Den Europæiske Centralbank, ECB, skulle yde analytisk, statistisk, administrativ og logistisk støtte til ESRB, som også kunne trække på teknisk rådgivning fra de nationale centralbanker og tilsynsmyndigheder. ESRB skulle afholde mindst fire årlige møder og kunne udsende advarsler og henstillinger til EU, medlemslandene og de europæiske og nationale tilsynsmyndigheder. Hvis modtageren af en henstilling valgte ikke at følge den, skulle modtageren forklare afvisningen (følg-eller-forklar-princippet).

Meget makroprudentiel politik blev imidlertid varetaget på nationalt plan og ikke på EU-niveau, og derfor henstillede ESRB i december 2011 til, at der blev fastlagt veldefinerede institutionelle rammer og ansvarsfordeling for makroprudentiel overvågning og regulering i alle EU's medlemslande.⁵ Ifølge henstillingen skulle makroprudentielle institutioner være operationelt uafhængige og have adgang til alle relevante informationer, herunder data fra det mikroprudentielle tilsyn. Henstillingen nævnte også, at centralbanker burde spille en ledende rolle i den makroprudentielle politik på grund af deres ekspertise og eksisterende ansvar vedrørende finansiel stabilitet. Danmarks Nationalbank opfordrede i overensstemmelse med ESRB's henstilling regeringen til, at der blev nedsat et makroprudentielt råd (systemisk risikoråd) i Danmark med Nationalbanken som formand.⁶

4 Se Birgitte Bundgaard Madsen og Louise Caroline Mogensen, *Ny europæisk tilsynsstruktur, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 95-104, vol. 48(4), december 2009; side 18-19 i *Danmarks Nationalbank, Beretning og regnskab 2010*; side 136-137 i *Danmarks Nationalbank, Finansiell stabilitet 1. halvår 2011*.

5 Se side 94-95 i *Danmarks Nationalbank, Finansiell stabilitet 2012*; side 24 i *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt 3. kvartal 2013 – Del 1*; ESRB, *Henstilling om de nationale myndigheders makroprudentielle mandat* (ESRB/2011/3), 22. december 2011.

6 Se side 7 i *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt 1. kvartal 2012 – Del 1*.

Finanskrisen fik flere lande til at genoverveje arbejdsdelingen mellem centralbanken og andre myndigheder i tilsynet med de enkelte finansielle virksomheder. Tilsynsmodellerne varierede på tværs af lande: I nogle lande var centralbanken tilsynsmyndighed, i nogle havde centralbanken et begrænset tilsynsansvar, og i andre igen var centralbanken slet ikke involveret i tilsynsarbejdet. Overvejelserne førte visse steder til, at centralbanken fik tildelt et større ansvar i tilsynet med finansiell virksomhed.

I Danmark havde det finansielle tilsyn siden 1990 været organiseret som et enhedstilsyn, hvor tilsynet med alle finansielle virksomheder (pengeinstitutter, realkreditinstitutter, forsikrings- og pensionsselskaber osv.) og markedstilsyn var samlet i én selvstændig statslig myndighed, Finanstilsynet, under den ansvarlige minister. På baggrund af arbejdet med organiseringen af det finansielle tilsyn i flere andre lande nedsatte økonomi- og erhvervsministeren i december 2010 et udvalg, som skulle vurdere strukturen for det finansielle tilsyn i Danmark i forhold til mulige alternativer.⁷ Udvalget bestod af repræsentanter fra Nationalbanken, Finanstilsynet, Finansministeriet, Økonomi- og Erhvervsministeriet samt to eksterne sagkyndige. I efteråret 2011 bad erhvervs- og vækstministeren endvidere udvalget om også at se på behovet for at etablere et makroprudentielt råd i Danmark.

Efter et regeringsskifte blev første del af udvalgets arbejde – spørgsmålet om tilsynets placering – sat i bero. Den nye regering vurderede, at det ikke var muligt at finde en egnet alternativ organisering af tilsynet, som samtidig sikrede regeringen tilstrækkelig indsigt i og viden om finansielle forhold.⁸

I juni 2012 fremlagde Udvalget om Struktur for Finansielt Tilsyn i Danmark sin rapport med den anden del af udvalgets arbejde, som gav anledning til anbefaling om at etablere et systemisk risikoråd. Samtidig annoncerede regeringen, at den ville fremsætte lovforslag om etablering af rådet.⁹ Loven om etableringen af Det Systemiske Risikoråd, DSRR, blev vedtaget af Folketinget i december 2012, og DSRR blev nedsat af erhvervs- og vækstministeren i februar 2013.¹⁰

7 Se side 18 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2010*; Økonomi- og Erhvervsministeriet, *Kommissorium for Udvalg om Struktur for Finansielt Tilsyn i Danmark*, 24. november 2010; side 2 i *Lecture Notes* af Lars Rohde og Thomas Sangill til nationalbankdirektør Lars Rohdes forelæsning på Københavns Universitet om makroprudentiel politik i Danmark, 12. maj 2020; meddelelsen *Finanstilsynet forbliver som statslig styrelse* fra Erhvervsministeriet, 16. marts 2012.

8 Det ekspertudvalg, som erhvervs- og vækstministeren nedsatte i 2012 til at belyse årsagerne til finanskrisen, vurderede i sin rapport (Rangvid-rapporten), at placeringen af det finansielle tilsyn ikke havde haft betydning for omfanget af finanskrisen, hverken i Danmark eller andre lande, se side 32-33 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

9 Se meddelelsen *Regeringen vil etablere et systemisk risikoråd* fra Erhvervs- og Vækstministeriet, 21. juni 2012; Erhvervs- og Vækstministeriet, *Anbefalinger fra Udvalg om Struktur for Finansielt Tilsyn i Danmark*, 21. juni 2012; Erhvervs- og Vækstministeriet, *Rapport om etablering af et systemisk risikoråd i Danmark*, juni 2012.

10 Se side 21 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2012*; side 21 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2013*; pressemeddelelsen *Annette Vilhelmsen nedsætter Systemisk Risikoråd* fra Erhvervs- og Vækstministeriet, 21. februar 2013.

DSRR kom til at bestå af én repræsentant fra hvert af de økonomiske ministerier (ved oprettelsen var det Erhvervs- og Vækstministeriet, Finansministeriet og Økonomi- og Indenrigsministeriet), to fra Finanstilsynet, to fra Nationalbanken og tre uafhængige eksperter. Formanden for Nationalbankens direktion skulle varetage formandskabet for DSRR, og Nationalbanken skulle varetage sekretariatsbetjeningen af DSRR. Finanstilsynet og de økonomiske ministerier skulle være en del af sekretariatet.

DSRR fik ifølge loven til opgave at overvåge og identificere systemiske finansielle risici i Danmark og komme med observationer, advarsler og henstillinger for at forebygge eller reducere opbygningen af sådanne risici. Observationer, advarsler og henstillinger skulle som udgangspunkt være offentlige, og advarsler og henstillinger kunne rettes til Finanstilsynet og – hvis det vedrørte lovgivning – til regeringen. Hvis en advarsel eller henstilling ikke blev fulgt, var modtageren forpligtet til at redegøre for baggrunden herfor i overensstemmelse med et følg-eller-forklar-princip. De økonomiske ministerier og Finanstilsynet fik ikke stemmeret (men alene udtalelsesret) i forhold til DSRR's observationer, advarsler og henstillinger, der var rettet til regeringen.

DSRR fik også til opgave at overvåge og identificere systemiske finansielle risici på Færøerne og i Grønland. Repræsentanter for de relevante færøske og grønlandske myndigheder kunne inviteres til at deltage som observatører, såfremt DSRR drøftede færøske og grønlandske forhold.

DSRR fik med loven adgang til relevante informationer fra offentlige myndigheder, herunder Nationalbanken. Rådet var alene tildelt en rådgivende funktion, så loven om oprettelse af DSRR førte ikke til ændringer i den eksisterende kompetencefordeling mellem myndighederne på det finansielle område.

I bemærkningerne til lovforslaget om oprettelsen af DSRR blev det eksplicit nævnt, at DSRR ikke skulle adressere udviklingen i den generelle økonomiske politik (fx finans-, skatte- og pengepolitik).¹¹ DSRR skulle ifølge lovbe-
mærkningerne heller ikke forholde sig til krisehåndteringsiltag i form af bankpakker eller konkrete nødlidende pengeinstitutter.¹²

DSRR holdt sit første møde i april 2013¹³, og rådet skulle ifølge sin forretningsorden som minimum afholde fire møder om året.

11 Se side 4 i notatet *Lovgrundlag for Det Systemiske Risikoråd* fra Det Systemiske Risikoråd, 20. april 2020; side 3 i *Lecture Notes* af Lars Rohde og Thomas Sangill til nationalbankdirektør Lars Rohdes forelæsning på Københavns Universitet om makroprudentiel politik i Danmark, 12. maj 2020.

12 Se side 6 i notatet *Lovgrundlag for Det Systemiske Risikoråd* fra Det Systemiske Risikoråd, 20. april 2020.

13 Se pressemeddelelsen *Møde i Det Systemiske Risikoråd* fra Det Systemiske Risikoråd, 8. april 2013.

Om det første møde i Det Systemiske Risikoråd

”Det første møde i Det Systemiske Risikoråd blev afholdt i går. Rådet drøftede den aktuelle situation og risici for finansiel stabilitet i Danmark.

Jeg er glad for, at rådet nu er operativt. En vigtig lære af finanskrisen har været, at det er nødvendigt med fokus på systemiske risici. Rådets formål er at bidrage til at forebygge og modgå fremtidige systemiske finansielle risici og derved skærme realøkonomien og det finansielle system mod en ny finansiel krise. Almindelige konjunkturbevægelser kan vi naturligvis ikke undgå. Rådet vil løbende overvåge udviklingen i risici og udtale sig gennem observationer, advarsler og henstillinger rettet til de relevante myndigheder.

Det er et stort arbejde, vi har foran os, og der er mange vigtige emner, som jeg ser frem til at diskutere – og blive klogere på. Det er med en betydelig grad af ydmyghed, at jeg har påtaget mig opgaven som formand.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes indlæg ved Realkreditforenings årsmøde, 9. april 2013.

For at undgå unødigt forvirring om, hvorvidt formanden for Nationalbankens direktion udtalte sig om spørgsmål om finansiel stabilitet i sin egen- skab af nationalbankdirektør eller som formand for DSRR, blev der udviklet en særlig kommunikationspraksis, så DSRR kun kommunikerede til pressen gennem pressemeddelelser og andre publikationer.¹⁴

Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, ESRB, vurderede i en rapport fra 2014, at de institutionelle rammer omkring DSRR stort set fulgte de anbefalinger, som var indeholdt i ESRB's henstilling fra december 2011.¹⁵ Den Internationale Valutafond, IMF, anbefalede dog at styrke de institutio- nelle rammer for DSRR's arbejde i forbindelse med Valutafondens gennem- gang af den danske finansielle sektor i 2020.¹⁶ Ved gennemgangen hæftede IMF sig ved kravet om konsensus: DSRR skulle ifølge bemærkningerne til lovforslaget om oprettelsen af DSRR stræbe efter konsensus¹⁷ i sine hen- stillinger. Dette krav gav – i kombination med DSRR's status som rådgivende

14 Se side 5 i *Lecture Notes* af Lars Rohde og Thomas Sangill til nationalbankdirektør Lars Rohdes forelæsning på Københavns Universitet om makroprudentiel politik i Danmark, 12. maj 2020.

15 Se *ESRB Recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB/2011/3). Follow-up Report – Overall assessment*, juni 2014.

16 Se side 6, 8 og 12-20 i IMF, Denmark: Financial Sector Assessment Program – Technical Note – Systemic Risk Oversight and Macroprudential Policy Framework, *IMF Country Report*, nr. 253, august 2020; Svend E. Hougaard Jensen og Thomas Sangill, Det Systemiske Risikoråd: En vurdering af styrker og svagheder, side 11-18, *Finans/Invest*, nr. 6, 2021.

17 Se side 5 i notatet *Lovgrundlag for Det Systemiske Risikoråd* fra Det Systemiske Risikoråd, 20. april 2020.

organ uden rådighed over egentlige makroprudentielle instrumenter – ifølge IMF en risiko for at handle for sent eller slet ikke få handlet i den makroprudentielle politik. IMF foreslog derfor, at DSRR fik beføjelser til at komme med henstillinger uden nødvendigvis at skulle tilstræbe konsensus. Endvidere nævnte IMF, at der kunne gives DSRR beføjelser over egentlige makroprudentielle instrumenter i form af fastsættelse af visse kapitalkrav, såfremt bias i retning af ikke at få handlet udviklede sig til et problem. IMF's anbefalinger til danske myndigheder vedrørende de institutionelle rammer, de makroprudentielle instrumenter og løbende overvågning af systemiske risici blev efterfølgende diskuteret på møder i DSRR¹⁸, men ved udgangen af 2020 havde IMF's anbefalinger endnu ikke givet anledning til ændringer.

Øgede krav til systemisk vigtige finansielle institutter

Finanskrisen førte til særligt fokus på den fremtidige håndtering af systemisk vigtige finansielle institutter, SIFI'er. Det var finansielle institutter, som var så store og komplekse, at det kunne få betydelige skadevirkninger for det finansielle system og økonomien som helhed, hvis de blev nødlidende. Derfor arbejdede Financial Stability Board¹⁹ og Baselkomiteen²⁰ efterfølgende med at udforme anbefalinger til regler om bl.a. særligt intensivt tilsyn og ekstra kapital- og likviditetskrav for SIFI'erne. Det skulle sikre, at store kreditinstitutter var særligt robuste og ikke påtog sig u hensigtsmæssigt store risici i en forventning om, at de ville blive reddet af staten, fordi de var for vigtige til at lade gå konkurs.

Det var en del af den politiske aftale om Bankpakke 4 fra august 2011, at der skulle nedsættes et ekspertudvalg, som skulle se nærmere på kriterierne for udvælgelse af SIFI'er i Danmark, hvilke ekstrakrav der skulle stilles til dem, og hvordan de skulle håndteres, hvis de kom i vanskeligheder.²¹ Derfor blev Udvalget om Systemisk Vigtige Finansielle Institutter, SIFI-udvalget, nedsat i januar 2012 med repræsentanter fra Erhvervs- og Vækstministeriet, Finansministeriet, Finanstilsynet, Nationalbanken og fire eksterne eksperter som medlemmer.²²

18 Se pressemeddelelser fra DSRR den 29. september 2020 og 15. december 2020.

19 Financial Stability Board, FSB, blev oprettet i 2009 som en international komite i regi af Bank for International Settlements, BIS, med det formål at fremme implementering af effektiv regulering af og tilsyn med den finansielle sektor. FSB blev sammensat af repræsentanter fra 24 lande og en række internationale organisationer, herunder Europa-Kommissionen, se side 6 i rapporten *Systemisk vigtige finansielle institutter i Danmark: Identifikation, krav og krisehåndtering* fra Udvalget om Systemisk Vigtige Finansielle Institutter i Danmark, 11. marts 2013.

20 Baselkomiteen (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) blev oprettet i 1974 med det formål at styrke det internationale finansielle systems stabilitet. Komiteen fik sekretariat i BIS og blev sammensat af repræsentanter fra en række landes centralbanker og finanstilsyn, se side 131 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010.

21 Se side 20 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2011*; side 15-16 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 3. kvartal 2011 – del 1*.

22 Se pressemeddelelsen *SIFI-udvalg er nedsat* fra Erhvervs- og Vækstministeriet, 12. januar 2012.

Om systemisk vigtige finansielle institutter (SIFI'er)

"De største kreditinstitutter er dem, som vi betegner systemisk vigtige finansielle institutter, eller på moderne dansk, SIFler. Det er institutter, som er vigtige for samfundsøkonomien og den finansielle stabilitet. Af hensyn til almenvellet er det afgørende, at disse private virksomheder ikke kommer i ufare, så staten må tage over. Derfor skal vi fremover stille ekstra krav til forsvarsværkerne omkring disse store institutter. De skal fx have ekstra kapital, mulighed for at konvertere lånekapital til ansvarlig kapital, planer for genopretning, og de kan fx være omfattet af ekstra tilsyn. Formålet er at sikre, at de ikke bringer sig i en situation, hvor de bliver nødlidende."

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins indlæg ved Realkreditforeningens årsmøde, 29. marts 2012.

Om anbefalingerne fra SIFI-udvalget

"Jeg synes, der er tale om et velovervejet forslag.

Vi har i Danmark en god og troværdig afviklingsordning, hvis pengeinstitutter kommer i problemer, således at skatteyderne ikke skal holde for. Men det er vanskeligt at se noget alternativ til en statslig redning, hvis et af de helt store finansielle institutter skulle komme i vanskeligheder. Det tager udvalgets rapport hånd om.

Det er vigtigt, at udvalget har lagt vægt på at sikre fornødne forsvarsværker omkring systemisk vigtige finansielle institutter, således at de ikke bliver nødlidende. Der er ekstra krav til kapital, likviditet og tilsyn, ligesom der er krav til at udarbejde genopretnings- og afviklingsplaner."

Udtalelse fra nationalbankdirektør Lars Rohde i forbindelse med offentliggørelse af rapport fra Udvalget om Systemisk Vigtige Finansielle Institutter i Danmark, 14. marts 2013.

SIFI-udvalget afgav sin rapport i marts 2013.²³ Udvalget anbefalede, at en kreditinstitutkoncern som udgangspunkt blev identificeret som SIFI, hvis enten dens balance i forhold til BNP eller ud- eller indlån i forhold til sektorens samlede ud- eller indlån var over en vis tærskelværdi. Endvidere anbefalede udvalget, at Finanstilsynet stod for udpegningen af SIFI'er efter indstilling fra DSR. Udvalget kom desuden med en række anbefalinger om den danske

23 Se pressemeddelelsen *SIFI-udvalget anbefaler skærpede krav til de største banker i Danmark* fra Erhvervs- og Vækstministeriet, 14. marts 2013; rapporten *Systemisk vigtige finansielle institutter i Danmark: Identifikation, krav og krisehåndtering* fra Udvalget om Systemisk Vigtige Finansielle Institutter i Danmark, 11. marts 2013; side 11-12 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2013 – Del 1*; side 12 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2013*.

implementering af de nye internationale skærpede krav til SIFI'erne vedrørende kapital og likviditet, selskabsledelse, tilsyn samt genopretnings- og krisehåndteringsplaner.

Nationalbanken støttede SIFI-udvalgets forslag, og DSRR henstillede i juni 2013 til regeringen, at den fremsatte lovforslag til implementering af SIFI-udvalgets anbefalinger.²⁴

SIFI-udvalgets forslag blev generelt bakket op af regeringen, og anbefalingerne blev i store træk fulgt i den politiske aftale om Bankpakke 6 i oktober 2013 og gennemført i den efterfølgende lovgivning.²⁵ Dog fik DSRR ikke den rolle i forbindelse med identifikationen af SIFI'er, som var blevet foreslået af SIFI-udvalget. Det blev alene Finanstilsynet, som skulle stå for udpegningen heraf på baggrund af lovgivningsmæssigt fastsatte kriterier.

Finanstilsynet udpegede i juni 2014 seks penge- og realkreditinstitutkoncerner som SIFI'er i Danmark: Danske Bank, Nykredit Realkredit, Jyske Bank, Nordea Bank Danmark²⁶, Sydbank og DLR Kredit.²⁷ Ved udgangen af 2020 var Spar Nord Bank i 2019 kommet til som endnu en SIFI.²⁸

24 Se Det Systemiske Risikoråd, *Henstilling om indfasning af kapitalkravslovgivning i Danmark*, 24. juni 2013.

25 Se side 10 og 77-81 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2013 – 2. halvår*; pressemeddelelsen *Møde i Det Systemiske Risikoråd* fra Det Systemiske Risikoråd, 27. marts 2014.

26 Nordea Bank Danmark blev i januar 2017 omdannet fra et datterselskab til en filial af Nordea AB. Efter omdannelsen var Nordea Bank Danmark ikke længere underlagt selvstændige kapital- og likviditetskrav, men skulle i stedet dækkes af kapital og likviditet i Nordea AB, ligesom hovedansvaret for tilsynet med aktiviteterne i Nordea Bank Danmark overgik fra de danske til de svenske tilsynsmyndigheder. Nordea Bank Danmark var dermed ikke længere en SIFI i Danmark. Nordea Kredit Realkreditaktieselskab forblev derimod som et datterselskab i Danmark og var fortsat under dansk tilsyn. Nordea Kredit Realkreditaktieselskab blev i januar 2017 udpeget som SIFI i Danmark. I oktober 2018 flyttede Nordea Bank AB sit hovedsæde fra Sverige til Finland, som var medlem af EU's bankunion. Hermed blev Nordea Bank AB's bankaktiviteter i Danmark, Finland, Norge og Sverige underlagt ECB's direkte tilsyn. Nordea Kredit Realkreditaktieselskab forblev et dansk datterselskab, se side 16 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2016 – 2. halvår*; pressemeddelelsen *Udpegnings af Nordea Kredit Realkreditaktieselskab som SIFI i Danmark* fra Finanstilsynet, 3. januar 2017; side 27-28 i Danmarks Nationalbank, *Lang periode med stigende risikovillighed i dele af banksektoren*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiel stabilitet)*, nr. 6, maj 2018.

27 Se pressemeddelelsen *Seks institutter udpeget som systemisk vigtige (SIFI)* fra Finanstilsynet, 24. juni 2014.

28 Efter en justering af tærskelværdien for indlån, se pressemeddelelsen *Udpegnings af Spar Nord Bank A/S som SIFI i Danmark* fra Finanstilsynet, 3. januar 2019. Arbejdernes Landsbank blev udpeget som SIFI i 2021 i kølvandet på overtagelsen af aktiemajoriteten i Vestjysk Bank, se pressemeddelelsen *Årlig udpegnings af SIFI-institutter* fra Finanstilsynet, 25. juni 2021. I 2021 blev der gennemført en ny model for udpegnings af SIFI'er i Danmark, som tog udgangspunkt i en model anbefalet af Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, EBA, og som blev anvendt i en lang række europæiske lande, se Danmarks Nationalbanks *Høringsvar om udkast til lovforslag om ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om investeringsforeninger m.v.*, 18. august 2021; pressemeddelelsen *Årlig udpegnings af SIFI-institutter* fra Finanstilsynet, 24. juni 2022.

På Færøerne blev tre institutter (BankNordik, Eik Banki²⁹ og Norðoya Sparikassi³⁰) udpeget som SIFI'er i november 2015³¹, mens Grønlands-banken blev udpeget som SIFI i Grønland i april 2017.³²

Højere krav til kreditinstitutternes kapital

Revisionerne af EU's kapitalkravsdirektiv, som blev gennemført i alle EU-lande (herunder Danmark) efter finanskrisen, skærpede kravene til bankernes kapital væsentligt. EU-kravene afspejlede de stramninger, som en bredere kreds af lande var nået til enighed om i regi af Baselkomiteen, og som blev offentliggjort i december 2010 (Basel III-standarder for kapitaldækning).³³

De nye kapitaldækningsregler trådte i kraft i EU i begyndelsen af 2014³⁴ og betød efter en gradvis indfasning væsentlig højere krav til danske bankers kapital sammenlignet med situationen før finanskrisen, se figur 7.1. Kravet om øget polstring af bankerne med kapital skulle gøre dem bedre i stand til at modstå en økonomisk krise med tab på udlån. De nye krav gjaldt i lighed med de tidligere EU-kapitaldækningsregler også for realkreditinstitutter.

29 Tog i marts 2017 navneforandring til Betri Banki.

30 Regeringen besluttede i 2020 at justere modellen for udpegning af SIFI'er på Færøerne, så der blev indført en nedre grænse for balancestørrelse. Hermed ophørte Norðoya Sparikassi med at være SIFI ved udpegningen af institutter i 2021, se meddelelsen *Regeringen justerer modellen for udpegning af SIFI'er på Færøerne* fra Erhvervsministeriet, 4. juni 2020; pressemeddelelsen *Årlig udpegning af SIFI-institutter* fra Finanstilsynet, 25. juni 2021.

31 Se pressemeddelelsen *Tre institutter udpeget som systemisk vigtige (SIFI) på Færøerne* fra Finanstilsynet, 1. december 2015; notatet *Udpegning af systemisk vigtige finansielle institutter (SIFI) på Færøerne* fra Finanstilsynet, 30. november 2015.

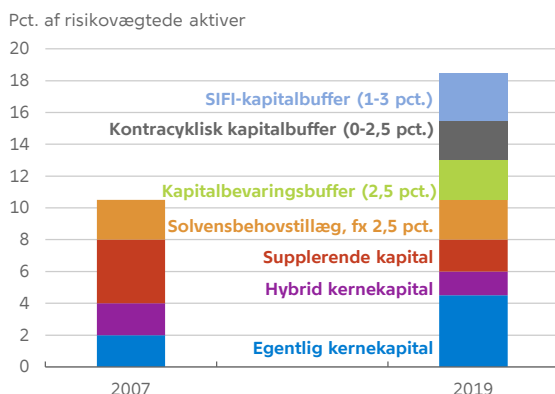
32 Se pressemeddelelsen *Grønlandsbanken udpeget som systemisk vigtigt institut (SIFI) i Grønland* fra Finanstilsynet, 28. april 2017.

33 Se Borka Babic, Status på Basel III – likviditet og kapital, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 141-154, vol. 50(1,1), marts 2011.

34 Direktiv (Capital Requirement Directive IV, CRD IV) og forordning (Capital Requirement Regulation, CRR), se side 107-113 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2011*; side 30-32 og 102-104 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2013*; side 77-81 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2013 – 2. halvår*; side 5-6, 19-20 og 41-51 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 1. halvår 2014*.

Øgede krav til bankernes kapital

Figur 7.1



Anm.: Kapitalkrav til danske pengeinstitutter i 2007 og 2019. Kapitalkrav under CRD IV/CRR (Basel III) som implementeret i Danmark.

Kilde: Side 43 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 1. halvår 2014*; side 22-23 i Danmarks Nationalbank, *Risici er under opbygning i den finansielle sektor*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiel stabilitet)*, nr. 23, november 2017.

De nye regler havde – som før krisen – stadig et krav om, at bankernes basiskapital (kernekapital og supplerende kapital) som minimum skulle udgøre 8 pct. af de risikovægtede aktiver (eksponeringer). Fremover skulle kapitalgrundlaget dog være bedre til at absorbere tab: Der skulle være en væsentligt højere andel af egentlig kernekapital i form af traditionel egenkapital (aktiekapital og reserver), som kunne anvendes til løbende tabsdækning, mens andelen af andre kapitalformer (hybrid kernekapital³⁵ og supplerende kapital³⁶) skulle reduceres.

Såvel før som efter krisen var der ligeledes krav om et individuelt solvensbehovstillæg³⁷, der sammen med minimumskravet til bankernes basiskapital skulle afspejle de risici, som det enkelte pengeinstitut påtog sig.

35 Gældsinstrument, som blev omdannet til egentlig kernekapital, hvis den egentlige kernekapitalprocent faldt under et på forhånd fastsat niveau, og som derved var i stand til at absorbere tab under driften på lige fod med traditionel egenkapital. Med CRD IV/CRR blev kravene til hybrid kernekapital øget i forhold til tidligere, så den i højere grad var i stand til at absorbere tab.

36 Gældsinstrument, som normalt ikke var tabsabsorberende under fortsat drift, men som var efterstillet andre gældsinstrumenter (fremmedkapital) i forbindelse med en afvikling eller konkurs. Med CRD IV/CRR blev kravene til supplerende kapital også skærpet i forhold til tidligere, bl.a. med hensyn til løbetid, se side 41-49 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 1. halvår 2014*.

37 Fra søjle 2 i Basel II-kapitaldækningsreglerne, se side 133-134 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-Schultz Grafisk, 2010.

Minimumskravet til bankernes basiskapital og det individuelle solvensbehov var hårde kapitalkrav. Det betød, at en bank ville overgå til myndighedernes administration med henblik på afvikling eller rekonstruktion, hvis kapitalkravet ikke længere var opfyldt.

Efter krisen skulle alle bankerne som noget nyt også have to kapitalbuffer: En kapitalbevaringsbuffer på 2,5 pct. og en kontracyklisk (modcyklisk) kapitalbuffer på op til 2,5 pct. Hertil kom en ekstra institutspecifik kapitalbuffer for SIFI'er på 1-3 pct. alt efter instituttets grad af systemisk vigtighed.³⁸ Kapitalbufferne skulle bestå af egentlig kernekapital og var bløde krav, der skulle fungere som en stødpude og absorbere tab i et økonomisk tilbageslag eller ved et uventet stød, så banken fortsat kunne yde kredit til økonomien. Brud på kapitalbufferkravene skulle ikke medføre afvikling eller rekonstruktion af en bank, men der skulle lægges begrænsninger på udbetaling af udbytter, tilbagekøb af aktier og udbetaling af bonus, hvis bufferne faldt under de krævede niveauer.³⁹

Ideen med den kontracykliske kapitalbuffer var, at bankerne skulle opbygge ekstra kapitalpolstring, i takt med at systemiske risici blev bygget op. Det kunne fx være i perioder med optimisme, stigende aktivpriser og lempelige kreditvilkår, som man så det i årene op til finanskrisen. Bufferen kunne så nedbringes eller frigives i krisetider, så der var bedre plads til både at håndtere nedskrivninger og fortsat låne ud til kreditværdige kunder. Det ville reducere risikoen for kreditklemmer, hvor kreditværdige kunder ikke kunne få lån.⁴⁰

Om frigivelse af den kontracykliske kapitalbuffer i forbindelse med coronapandemien

"When times are back to normal and the buffer has to be built up again, experience is now gained for the build-up phase as well as the release of the buffer, and the financial sector will know that the buffer will be released in a crisis situation. Thus, contrary to the first build-up where the banks continuously argued against the buffer, they may hopefully see the benefit of having a buffer in place that can be released in a crisis."

Citat fra side 20 i *Lecture Notes* af Lars Rohde og Thomas Sangill til nationalbankdirektør Lars Rohdes forelæsning på Københavns Universitet om makroprudentiel politik i Danmark, 12. maj 2020.

38 Med implementeringen af CRD V i Danmark pr. 1. januar 2021 kom der også mulighed for at fastsætte en systemisk buffer (i tillæg til de øvrige kapitalbuffer) til dækning af systemiske risici i det finansielle system, som ikke var adresseret af øvrige makroprudentielle instrumenter, se pressemeddelelsen *Møde i Det Systemiske Risikoråd* fra DSR, 23. marts 2021.

39 Se side 3 i Christian Sinding Bentzen og Ianna Georgieva Yordanova, Kan kapitalbuffer reelt hjælpe banker i krisetider?, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 25, november 2020.

40 Se Mads Peter Pilkjær Harmsen, Basel III: Makroprudentiel regulering ved hjælp af modcykliske kapitalbuffer, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 93-109, vol. 49(4), december 2010.

Ved implementeringen af de nye kapitalkrav i dansk lov blev det fastlagt, at det var erhvervs- og vækstministeren, som skulle træffe beslutning om ændringer i satsen for den kontracykliske kapitalbuffer. Nationalbanken havde i sit høringssvar til lovudkastet argumenteret for, at ansvaret i lighed med situationen i de fleste andre europæiske lande blev tildelt Finanstilsynet eller DSRR.⁴¹ Dette ønske skyldtes, at stramninger i kapitalkravet måtte forventes ofte at skulle iværksættes på tidspunkter, hvor det kunne være vanskeligt for offentligheden at se behovet herfor. Hvis ikke ansvaret lå hos en uafhængig myndighed, var der risiko for, at forhøjelser af buffersatsen blev gennemført for sent eller i utilstrækkeligt omfang. Beslutningskraften endte med at blive placeret ved erhvervs- og vækstministeren, men DSRR kunne dog komme med en henstilling til ministeren om aktivering og fastsættelse af bufferen, og i årene 2017-19 gjorde DSRR en aktiv indsats for at få opbygget den kontracykliske kapitalbuffer.⁴² Da coronapandemien ramte Danmark, var bufferen opbygget til 1 pct., som erhvervsministeren frigjorde i marts 2020.⁴³ Det skulle sikre, at banker og realkreditinstitutter ikke blev tilbageholdende med at låne ud som følge af utilstrækkelig kapital.

Opstramningen af kapitaldækningsreglerne gav væsentlig bedre kapitaliserede kreditinstitutter i Danmark og dermed øget robusthed til at kunne modstå tab, se figur 7.2. Solvensgraden steg især i årene umiddelbart før, de nye regler trådte i kraft. Det hang sammen med, at de finansielle markeder allerede inden den nye regulering forventede en bedre kapitalpolstring i banksektoren efter udbruddet af finanskrisen. Det var derfor, at kreditinstitutterne reagerede ved at øge deres solvensgrad, allerede inden det blev et lovkrav.⁴⁴

41 Se *Svar på høring om ændring af lov om finansiell virksomhed, lov om værdipapirhandel mv., lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv., lov om forvaltere af alternative investeringsfonde mv. og forskellige andre love* fra Danmarks Nationalbank, 11. september 2013; side 23-25 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 3. kvartal 2013 – Del 1*.

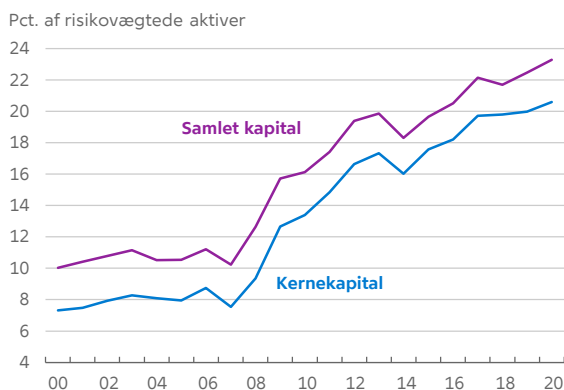
42 Se henstillinger fra Det Systemiske Risikoråd af 20. december 2017, 25. september 2018, 26. marts 2019 og 1. oktober 2019.

43 Endvidere blev allerede planlagte forhøjelser af bufferen aflyst, se meddelelsen *COVID-19: Regeringen klar med mere hjælp til danske arbejdspladser* fra Erhvervsministeriet, 12. marts 2020 med tilhørende faktaark; side 24 i Danmarks Nationalbank, *Bankerne bør holde krudtet tørt, Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiell stabilitet)*, nr. 28, december 2020.

44 I forhold til figur 7.2 skal det bemærkes, at Basel II-kapitaldækningsreglerne trådte i kraft fra og med 2007 med overgangsordninger frem til 2010. Hovedparten af de danske kreditinstitutter fik i forbindelse med Basel II-kapitaldækningsreglerne et reduceret kapitalkrav som følge af eksponering mod detailkunder samt små og mellemstore virksomheder, der fik en lavere risikovægt med de nye regler. Det bidrog isoleret set til den markante stigning i kapitalprocenterne i 2008 og 2009, se side 27 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2008*; side 32 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 1. halvår 2009*.

Kreditinstitutterne var bedre kapitaliserede efter 2007

Figur 7.2



Anm.: Kreditinstitutternes solvens. Før 2017: Pengeinstitutter på koncernniveau. Siden 2017: Ekskl. Nordea.

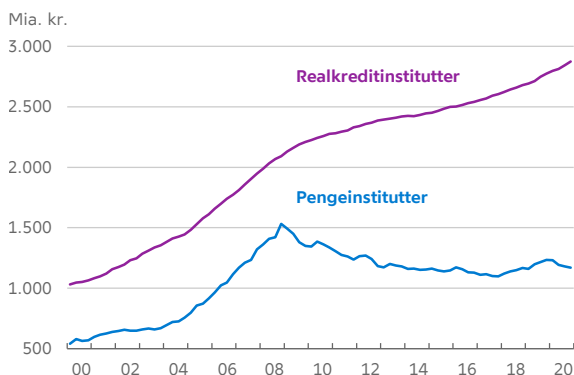
Kilde: Finanstilsynet, *Pengeinstitutter. Markedsudvikling*, diverse udgaver; Finanstilsynet, *Kreditinstitutter. Markedsudvikling*, diverse udgaver.

Stigningen i kreditinstitutternes solvensgrad efter finanskrisen var i et vist omfang et resultat af kapitaludvidelser men afspejlede også en nedgang i de opgjorte risici på krediteksponeringerne.⁴⁵ Omfanget af bankudlån blev reduceret, men faldet blev mere end opvejet af en stigning i realkreditudlån i samme periode, så der var ikke tegn på mangel på kredit, se figur 7.3. Forskydningen fra bankkredit til realkredit afspejlede, at der måtte foretages store nedskrivninger på banklån under finanskrisen, mens nedskrivninger på realkreditlån lå på et lavt niveau. Det lave nedskrivningsniveau på realkreditlån gjorde det muligt at tilfredsstille efterspørgslen efter realkredit i en periode, hvor der var behov for at reducere omfanget af bankudlån.⁴⁶

⁴⁵ Se side 55-60 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 1. halvår 2016*.

⁴⁶ Se side 44-45 i Kim Abildgren og Andreas Kuchler, *Pengeinstitutter, kredit og konjunkturer*, Danmarks Nationalbank *Kvartalsoversigt*, side 1-49, vol. 52(2,2), juni 2013.

Fortsat fremgang i realkreditinstitutternes udlån efter 2008 Figur 7.3



Anm.: Penge- og realkreditinstitutternes udlån til danske husholdninger og virksomheder. Ultimo kvartalet.

Kilde: Kim Abildgren, A Chart & Data Book on the Monetary and Financial History of Denmark, *Working Paper*, maj 2017 (efterfølgende opdateret).

Om omkostninger for banker ved at holde mere kapital

”Det er en åbenlys misforståelse, at stigende finansieringsomkostninger er et argument imod, at pengeinstitutter skal holde mere kapital. Jo bedre kapitaliseret et institut er, jo lavere krav stiller markedet i dag til afkastet på både egenkapitalen og gælden.”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Lars Rohde i pressemeddelelsen *Finansiel stabilitet* 2013, 12. juni 2013.

Da kapitalkravene til bankerne blev skærpet efter finanskrisen, blev det diskuteret, i hvilket omfang det ville øge bankernes finansieringsomkostninger, og hvilke efterfølgende konsekvenser det ville få for bankernes udlånsrenter og afsmittende negative effekter på samfundsøkonomien. Såvel SIFI-udvalget⁴⁷ som Nationalbanken⁴⁸ gjorde opmærksom på, at bedre kapitaliserede institutter blev mødt med et lavere afkastkrav på både egenkapitalen og gælden end dårligt kapitaliserede banker. Argumentet var, at en velkapitaliseret bank var mere robust over for stød og derfor en mere sikker bank end en dårligt kapitaliseret bank. Et studie fra Nationalbanken fandt således også, at højere

⁴⁷ Se side 6 i rapporten *Systemisk vigtige finansielle institutter i Danmark: Identifikation, krav og krisehåndtering* fra Udvalget om Systemisk Vigtige Finansielle Institutter i Danmark, 11. marts 2013.

⁴⁸ Se side 13-18 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet* 2013.

kapitalkrav kun ville betyde en beskedent forøgelse af bankernes udlånsrenter og en begrænset negativ effekt på den økonomiske vækst – en effekt, som blev mere end opvejet af fordelene af en lavere risiko for finansielle kriser med en bedre kapitaliseret banksektor.⁴⁹

Samspillet mellem de nye kapitaldækningsregler og anden regulering var et af de områder, som efterlod visse udfordringer. Der kunne således opstå tilfælde, hvor kapitalbuffernes funktion som tabsabsorberende stødpuder i et økonomisk tilbageslag i praksis kunne blive begrænset af krav til gearing⁵⁰ og nedskrivningsegnete passiver. Det var der efter Nationalbankens opfattelse behov for at tage højde for ved fremtidige ændringer af reguleringen.⁵¹

Krisehåndtering af kreditinstitutter uden udgifter for skatteyderne

Med Bankpakke 3 fra 2010 var der blevet gennemført en dansk model for kontrolleret afvikling af mindre og mellemstore nødlidende pengeinstitutter uden udgifter for skatteyderne.

Med EU's krisehåndteringsdirektiv fra 2014⁵² kom et fælleseuropæisk regelsæt for krisehåndtering af komplekse kreditinstitutter. Regelsættet skulle gøre det muligt at videreføre kreditinstitutternes kritiske funktioner via en ordnet afvikling eller rekonstruktion, så konsekvenserne for samfundsøkonomien og det finansielle system kunne begrænses, og så det i videst muligt omfang var investorer og kreditorer frem for staten, som bar omkostningerne (bail-in frem for bail-out).

Krisehåndteringsdirektivet blev implementeret i dansk lov i juni 2015 og afløste afviklingsordningen fra Bankpakke 3. De nye regler stillede krav til kreditinstitutter om genopretnings- og afviklingsplaner samt krav om at have tilstrækkelige passiver, som kunne absorbere tab i en afviklingssituation. Der skulle også oprettes en sektorfinansieret Afviklingsformue, som kunne bære tab, hvis det var nødvendigt af hensyn til samfundsøkonomien og den finansielle stabilitet. Det var en forudsætning for anvendelse af midler fra Afviklingsformuen, at ejere og kreditorer havde båret en betydelig del af tabene.

49 Se Jakob Guldbæk Mikkelsen, Øget kapital i banker rammer ikke BNP-vækst, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 9, juni 2017.

50 Der blev indført en grænse for et kreditinstituts gearing i EU-lovgivningen (krav om, at kernekapitalen som minimum skulle udgøre 3 pct. af de ikke-risikovægtede eksponeringer) ved en revision af EU's kapitalkravsforordning (Capital Requirement Regulation 2, CRR 2) i maj 2019 med virkning fra juli 2021, se side 28 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet – 1. halvår 2019*.

51 Se Lars Rohde, *Bank capital buffers aren't working*, kronik i Financial Times, 9. december 2020; Christian Sinding Bentzen og Ianna Georgieva Yordanova, Kan kapitalbuffere reelt hjælpe banker i krisetider?, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 25, november 2020.

52 Direktiv nr. 2014/59 af 15. maj 2014 om et regelsæt for genopretning og afvikling af kreditinstitutter og investeringsselskaber etc. (Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD), se side 81-83 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 1. halvår 2014*; side 12-13 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2. halvår 2014*; side 45-61 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2. halvår 2015*; side 14 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2015*.

Om EU's krisehåndteringsdirektiv

"I tiden op til finanskrisen havde alle en forventning om, at staten ville træde til, hvis et stort og komplekst kreditinstitut – et såkaldt SIFI – kom i problemer. Instituttets ejere fik gevinsten, så længe det gik godt, men forventede, at skatteyderne ville betale regningen, hvis det gik galt. Det gav incitament til at tage højere og uansvarlige risici, som øgede risikoen for en finansiel krise.

Da finanskrisen kom, stillede staten en garanti på 2½ gange BNP for at holde hånden under den finansielle sektor. Det er åbenlyst, at staten påtog sig en stort set ubegrænset risiko på vegne af skatteyderne. Heldigvis gik det godt. Hvis det var gået galt, var det gået meget galt.

(...)

Derfor har det efter finanskrisen været vigtigt at sikre, at vi aldrig igen kommer i en situation, hvor samfundet tvinges til at redde kreditinstitutterne. På den baggrund fik vi i 2014 det europæiske krisehåndteringsdirektiv. De nye regler skal sikre, at samfundsøkonomien og den finansielle stabilitet kan beskyttes, hvis et SIFI må afvikles. Det gør det umuligt for institutternes ejere og kreditorer at tage samfundet som gidsel, så staten er nødt til at redde dem. De vil selv skulle svare for konsekvenserne af dårlige beslutninger og risikable handlinger."

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Realkreditrådets årsmøde, 5. oktober 2016.

Med virkning fra 1. juli 2019 fik de danske SIFI-banker et krav om ud over kapitalkravet at have nedskrivningsegne passiver i et omfang svarende til deres kapitalkrav⁵³. Det var passiver, som skulle kunne nedskrives eller konverteres til egenkapital, såfremt instituttet blev nødlidende. Ikke-systemiske banker fik et krav om ud over kapitalkravet at have nedskrivningsegne passiver i niveauet 3,5-11 pct. af de risikovægtede eksponeringer.⁵⁴ Nationalbanken havde i forbindelse med det forberedende arbejde fundet det vigtigt, at der var gennemsigtighed for kreditorerne omkring afviklingen af små og mellemstore banker, og at afviklingen skete uden brug af statslige midler. Man kunne dog efter Nationalbankens opfattelse have valgt en forenklet model, som var mindre byrdefuld for de små og mellemstore banker, da der ikke var et hensyn at tage til den finansielle stabilitet ved afviklingen af ikke-systemisk vigtige banker. Det afgørende var ifølge

53 Det vil sige solvensbehov plus det kombinerede kapitalbufferkrav. Der var knyttet visse overgangsbestemmelser til kravet om nedskrivningsegne passiver, se notatet *Fakta om krav til nedskrivningsegne passiver (NEP-krav) for systemisk vigtige pengeinstitutter* fra Finanstilsynet, 23. marts 2018; side 6-7 i Danmarks Nationalbank, *Kapitalkrav til banker – myter og facts, Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 8, juni 2018.

54 Finanstilsynet foretog en vis forlængelse af perioden for indfasningen af krav til nedskrivningsegne passiver for små og mellemstore pengeinstitutter, da Danmark blev ramt af coronapandemien i 2020. Desuden blev indfasningen af visse tekniske lempelser for SIFI'erne fremskyndet, se meddelelsen *Indfasning af krav til nedskrivningsegne passiver (NEP-krav) i lyset af COVID-19-krisen* fra Finanstilsynet, 1. maj 2020.

Nationalbanken, at indskydere var dækket af indskydergarantiordningen og havde umiddelbar adgang til deres midler, hvis deres pengeinstitut blev nødlidende.⁵⁵

Krisehåndteringsdirektivet gav efter dansk ønske mulighed for under visse betingelser at undtage realkreditinstitutterne fra et krav om nedskrivnings-egnede passiver, og den mulighed blev benyttet ved den danske implementering af direktivet. Realkreditinstitutter skulle i stedet opfylde et krav om en gældsbuffer bestående af tabsabsorberende passiver⁵⁶ på 2 pct. af deres uvægtede udlån (i tillæg til deres kapitalkrav). Endvidere blev der i maj 2018 vedtaget en ændring af den danske lovgivning, som gjaldt for SIFI'er, der var eller som indeholdt et realkreditinstitut: For systemisk vigtige realkreditinstitutter skulle gældsbufferen og kapitalgrundlaget udgøre mindst 8 pct. af de samlede passiver. For realkreditinstitutter, som indgik i en systemisk vigtig koncern, skulle gældsbufferen fastsættes til et niveau, der sikrede, at koncernens gældsbuffer, kapitalgrundlag og nedskrivnings-egnede passiver udgjorde mindst 8 pct. af koncernens samlede passiver.

Nationalbanken havde i forbindelse med den danske implementering af krisehåndteringsdirektivet udtrykt bekymring for den særlige danske model for afvikling af realkreditinstitutter.⁵⁷ Bekymringen vedrørte, at gældsbufferkravet og minimumskravet på 8 pct. af passiverne var ikke-risikofølsomme krav, og det gav risiko for, at kravet kunne vise sig at være for lavt i krisetider med fald i boligpriser, hvor institutternes risici typisk steg. Derfor anbefalede Nationalbanken, at man underlagde SIFI-realkreditinstitutter

55 Se Danmarks Nationalbanks Høringssvar til Finanstilsynet om hovedprincipper for afvikling af og fastsættelse af NEP-krav for mindre og mellemstore pengeinstitutter, 27. februar 2017.

56 I form af egentlig kernekapital, hybrid kernekapital, supplerende kapital og/eller usikret seniorgæld, se side 59 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet – 2. halvår 2015*.

57 Se nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Realkreditforeningens årsmøde, 25. marts 2015; nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Realkreditrådets årsmøde, 5. oktober 2016; side 19-20 i Danmarks Nationalbank, Optimisme i banker giver grobund for øget risikotagning, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiel stabilitet)*, nr. 11, juni 2017; side 23-29 i Danmarks Nationalbank, Risici er under opbygning i den finansielle sektor, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiel stabilitet)*, nr. 23, november 2017; Danmarks Nationalbank, Lav pris for at krisesikre realkredit, *Danmarks Nationalbank NYT*, nr. 2, januar 2017; Asbjørn Klein og Jacob Malte Svanborg, Too-big-to-fail kan løses billigt, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 1, januar 2017; Danmarks Nationalbank, Afviklingsstrategi for systemisk vigtige koncerner, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 21, november 2017; Asbjørn Klein og Christine Sif Larsen, NEP-krav til realkredit reducerer finansieringsbehov i krisetider, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 11, august 2018; Danmarks Nationalbank, NEP-krav til realkredit: Nødvendigt og nærmest gratis, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 23, december 2018; *Høringssvar vedr. lov om ændring af lov om finansiel virksomhed, hvidvaskloven, lov om forvaltere af alternative investeringsfonde mv. og forskellige andre love (del III)* fra Danmarks Nationalbank, 19. februar 2018.

samme internationale risikobaserede standarder om nedskrivningsegne passiver som SIFI-banker. Nationalbankens forslag blev ikke fulgt.⁵⁸

Det var en del af implementeringen af krisehåndteringsdirektivet i Danmark, at alle penge- og realkreditinstitutter skulle udarbejde og vedligeholde en genopretningsplan med tiltag, som kunne iværksættes for at genoprette instituttets kapital eller likviditet i en krisesituation. Genopretningsplanen skulle godkendes af instituttets bestyrelse og forelægges Finanstilsynet til vurdering. For mindre institutter kunne der være tale om forholdsvis enkle planer, mens kravene til SIFI'ernes planer var forholdsvis omfattende. Nationalbanken gjorde det i forbindelse med implementeringen klart, at institutterne i deres genopretningsplanlægning ikke blot kunne forlade sig på, at Nationalbanken som sidste låneinstans automatisk og betingelsesløst ville stille ekstraordinære likviditetsfaciliteter til rådighed som led i krisehåndteringen.⁵⁹

Endelig skulle afviklingsmyndighederne (Finanstilsynet og Finansiell Stabilitet) som led i det nye krisehåndteringsregime udarbejde afviklingsplaner for institutterne, og Nationalbanken skulle høres om afviklingsplanerne for SIFI'erne.

Om afvikling af realkreditinstitutter

”Realkreditinstitutterne er undtaget fra NEP-krav. Det har den konsekvens, at vi ikke kan være sikre på, at der er midler nok til, at vi kan håndtere nødlidende realkreditinstitutter. Og vi har ikke mulighed for at bruge Afviklingsformuen til tabsabsorbering i realkreditinstitutterne, hvis det skulle blive nødvendigt. Det er nødvendigt at fjerne undtagelsen for at sikre en troværdig afvikling af realkreditinstitutter. I samme åndedrag vil jeg gerne slå fast, at realkreditobligationer ikke skal tage tab. I stedet skal der – som jeg nu har sagt et par gange – være tilstrækkelige NEP-midler.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale på jubilæumskonferencen Bank & Tilsyn, 3. oktober 2019.

58 Nationalbanken gentog sine anbefalinger om at ophæve den danske særbehandling af realkreditinstitutter i forbindelse med implementeringen af det reviderede krisehåndteringsdirektiv (BRRD2) i dansk lov i 2020, se *Høringssvar om lov om ændring af lov om finansiel virksomhed mv. fra Danmarks Nationalbank*, 17. august 2020. Ændringerne til NEP-krav i BRRD2, som trådte i kraft i december 2020, er beskrevet på side 28-29 i Danmarks Nationalbank, Bankerne bør holde krudtet tørt, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiell stabilitet)*, nr. 28, december 2020; Christine Sif Larsen og Anne Dyrberg Rommer, *Krisehåndtering af kreditinstitutter – hvad er nyt?*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4, marts 2021. Implementeringen af BRRD2 indebar bl.a. også en større sandsynlighed for, at simple kreditorer som fx store ikke-finansielle virksomheder med indskud over grænsen for indskydergaranti ville få indskud nedskrevet eller konverteret til egenkapital ved krisehåndtering af en bank.

59 Se nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Finansrådets årsmøde, 7. december 2015.

Om Nationalbanken som sidste låneinstans i det nye krisehåndteringsregime

“Nationalbanken er stadig “lender of last resort”, som vi altid har været. Det gælder både, hvis der opstår likviditetsvanskeligheder i sektoren generelt, eller hvis en enkelt solvent bank får et akut likviditetsbehov. Ekstraordinær likviditetsstøtte til en enkelt bank omtales også som Emergency Liquidity Assistance eller ELA. Rollen som “lender of last resort” er en del af Nationalbankens opgave med at bidrage til finansiell stabilitet. Men bankernes likviditetsstyring skal selvsagt ikke bero på adgang til ekstraordinær likviditetsstøtte i Nationalbanken, hvis de kommer under pres.

I det nye krisehåndteringsregime har Finansiell Stabilitet som afviklingsmyndighed en række afviklingsværktøjer, der kan forhindre, at en afvikling fører til finansiell ustabilitet. Dermed er der et reelt alternativ til at give ELA. Vi forventer derfor, at det nye krisehåndteringsregime vil indskrænke de situationer, hvor det er relevant at yde ELA.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Finansrådets årsmøde, 7. december 2015.

Skærpede krav til kreditinstitutternes likviditet og finansiering

Baselkomiteen kom i 2009 med forslag til internationale standarder for kreditinstitutternes likviditetsreserver og finansieringsstruktur, og disse forslag kom over en årrække til at indgå i EU-reguleringen og dermed den danske lovgivning. Krav til kreditinstitutternes likviditet og finansiering var områder, som ikke tidligere havde været underlagt fælleseuropæiske regler.⁶⁰ De nye krav om likviditet (Liquidity Coverage Ratio, LCR) og stabile finansieringskilder (Net Stable Funding Ratio, NSFR) skulle gøre institutterne bedre rustet til at kunne overholde deres betalingsforpligtelser i såvel indenlandsk som fremmed valuta i perioder med finansiell uro uden likviditetsstøtte fra myndighederne.

LCR-kravet indebar, at et kreditinstitut til enhver tid skulle have en likviditetsstødpude bestående af ikke-belånte, sikre og højt likvide aktiver, som gjorde instituttet i stand til at klare sine nettoudbetalinger i en 30-dages periode med intensivt stress på de finansielle markeder. Omfanget af likvide aktiver, som det enkelte institut skulle holde, afhang af instituttets forretningsmodel og de likviditetsrisici, som det stod over for. Institutterne skulle overholde LCR-kravet for alle valutaer under ét, men de skulle sørge for en vis konsistens mellem valutadenomineringen af likvide aktiver og nettoudstrømningen af

60 Se side 9 og 99 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2006*; side 27 i Danmarks Nationalbank, *Stresstest – 2. halvår 2010*; side 107 og 116-124 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2011*; side 45-51 og 104-105 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2013*; side 28-30 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2. halvår 2014*; side 15 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 1. halvår 2015*; side 36-37 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 1. halvår 2016*; side 33-34 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 2. halvår 2016*.

likviditet. Hvis et institut ikke kunne overholde LCR-kravet, var det forpligtet til at indsende en redegørelse til Finanstilsynet om baggrunden herfor og en plan for, hvordan instituttet igen kunne komme til at overholde kravet. Det kunne i sidste ende medføre lukning, hvis et institut ikke kunne opfylde LCR-kravet inden for en tidsfrist fastsat af Finanstilsynet.⁶¹

LCR-kravet skulle opfyldes 60 pct. fra 1. oktober 2015 stigende til 100 pct. pr. 1. januar 2018. SIFI'er skulle dog opfylde LCR-kravet 100 pct. fra 1. oktober 2015. LCR-kravet kunne opfyldes, ved at institutterne inden for forskellige grænser havde kontanter, indskud i centralbanker, statsobligationer mv. og dækkede obligationer, herunder danske realkreditobligationer. I lyset af den vigtige rolle, som likvide danske realkreditobligationer spillede for danske kreditinstitutters likviditetsstyring, var der i arbejdet med udformningen af det internationale regelsæt for LCR fra dansk side blevet lagt stor vægt på, at realkreditobligationer kunne udgøre en væsentlig del af den pulje af aktiver, som kunne anvendes til at opfylde LCR-kravet.⁶²

NSFR-kravet indebar, at kreditinstitutterne skulle have stabile finansieringskilder på mellem- og langfristet sigt.⁶³ Det skulle reducere institutternes refinansieringsrisiko i situationer med uro på de finansielle markeder, hvor det fx kunne være vanskeligt at udstede obligationer. Omfanget af stabil finansiering, som det enkelte institut skulle have, afhang af instituttets forretningsmodel og de finansieringsrisici, som det stod over for, ligesom det enkelte institut også skulle sikre en vis konsistens mellem valuta-denominering af den stabile finansiering og de aktiver, som skulle finansieres. Procedurerne ved manglende overholdelse af NSFR-kravet svarede til dem, som gjaldt ved manglende overholdelse af LCR-kravet.

Særligt fokus på refinansieringsrisici i realkreditsektoren

Den øgede opmærksomhed på kreditinstitutternes likviditetsstyring gav i en dansk sammenhæng særligt fokus på refinansieringsrisici i realkreditsektoren, idet der her var stor udbredelse af rentetilpasningslån, hvor 30-årige udlån blev finansieret med udstedelse af fx 1-, 3- eller 5-årige obligationer, se figur 7.4.

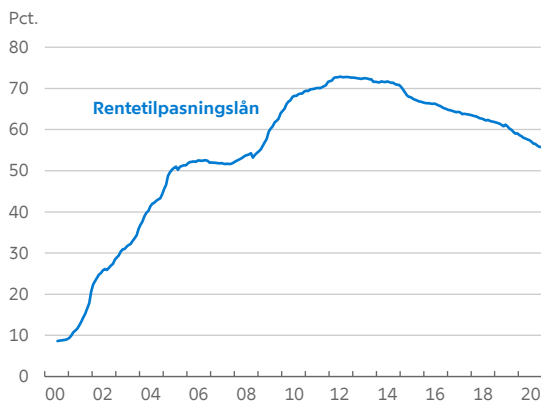
61 Se notatet *Sanktionering af overskridelser af LCR-krav m.v.* fra Finanstilsynet, 28. april 2016.

62 Se *Letter to Commissioner Barnier* fra Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet af 7. april 2010 med tilhørende *Memorandum – Danish Mortgage Credit and International Regulation*; *Letter to The Basel Committee on Banking Supervision* fra Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet, 7. april 2010, med tilhørende *Memorandum – Danish Mortgage Credit and International Regulation*; høringsvar til Basel Committee on Banking Supervision fra Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet, 23. august 2010, med tilhørende notat om *Danish covered bonds and the Liquidity Coverage Ratio (LCR)*; Birgitte Vølund Buchholst, Jacob Gyntelberg og Thomas Sangill, *Liquidity of Danish Government and Covered Bonds – Before, During and After the Financial Crisis – Preliminary Findings, Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 70, september 2010.

63 Bestemmelserne om NSFR blev implementeret i EU-lovgivningen ved en revision af EU's kapitalkravsdirektiv (Capital Requirement Regulation 2, CRR 2) i maj 2019 med virkning fra medio 2021.

Øget udbredelse af realkreditlån med rentetilpasning

Figur 7.4



Anm.: Rentetilpasningslåns andel af realkreditinstitutternes udlånsmasse. Indenlandske realkreditudlån ekskl. udlån til MFI-sektoren.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Statistikbank.

Ud over at en stor andel af rentetilpasningslånene var finansieret med korte obligationer, var refinansieringen også meget koncentreret i årets sidste måneder. Efter en drøftelse mellem Nationalbanken, Realkreditrådet og Realkreditforeningen blev det i 2009 aftalt, at realkreditinstitutterne skulle gennemføre tiltag, som gav en mere jævn fordeling af tidspunktet for refinansieringen af rentetilpasningslån. Det ville reducere refinansieringsrisikoen og også fjerne noget af den operationelle risiko, som var forbundet med afvikling af store betalinger over et kort tidsrum.⁶⁴

En spredning af tidspunktet for refinansieringen af rentetilpasningslån ændrede dog ikke ved den grundlæggende refinansieringsrisiko, som var forbundet med at yde realkreditlån med lang løbetid finansieret med obligationer med kort løbetid. Der kunne tænkes at opstå situationer, hvor det ikke var muligt at udstede papirer på visse markeder, selv ikke til meget højere renter. Og hvis det lykkedes at gennemføre refinansieringen med store rentestigninger for låntagerne til følge, ville det alt andet lige øge realkreditinstitutternes kreditrisici, da låntagerne ville blive ramt af de højere renter. Nationalbanken anbefalede derfor, at denne fundamentale risiko i rentetilpasningslånenes konstruktion blev adresseret.⁶⁵

64 Se pressemeddelelsen *Spredning af refinansieringerne i december* fra Realkreditforeningen, 12. oktober 2009; pressemeddelelsen *Spredning af refinansieringerne i december* fra Realkreditrådet, 12. oktober 2009; side 63-65 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2010*.

65 Se side 14 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2011*.

I efteråret 2013 blev der nedsat en arbejdsgruppe med deltagelse af Erhvervs- og Vækstministeriet, Finansministeriet, Nationalbanken, Økonomi- og Indenrigsministeriet og Finanstilsynet. Som resultat af dette arbejde vedtog Folketinget i marts 2014 en lov om betinget løbetidsforlængelse for realkreditobligationer i tilfælde af fejlslagen refinansiering eller meget store rentestigninger.⁶⁶ De nye regler indebar, at alle realkreditobligationer med kortere løbetid end de bagvedliggende lån fremover ville blive forlænget, hvis refinansiering ikke kunne gennemføres, eller hvis renten steg med mere end 5 procentpoint i forhold til den effektive rente på tilsvarende korte obligationer året før. Hvis forlængelsen blev udløst, ville de udestående korte obligationer få forlænget deres løbetid med et år og få fastsat en pålydende rente svarende til den effektive rente på tilsvarende obligationer året før tillagt 5 procentpoint. Hvis det efterfølgende ikke var muligt at refinansiere obligationerne, blev løbetiden yderligere forlænget. Sandsynligheden for en rentestigning på 5 procentpoint over et år blev dog generelt vurderet som værende meget lav, og kreditvurderingsbureauerne tog positivt imod lovændringen.

Om tvungen løbetidsforlængelse af realkreditobligationer

”Den massive udbredelse af ikke for-finansierede realkreditlån har medført en potentiel refinansieringsrisiko for realkreditinstitutterne. I modsætning til situationen under den gamle realkreditmodel er realkreditinstitutterne tvunget til løbende at kunne refinansiere i markedet, og instituttet kan opleve en situation, som ligner et ‘run’ på en bank. Der er en meget lille sandsynlighed for, at det vil ske, men konsekvenserne kan blive meget store. Det er en risiko, som Nationalbanken har peget på. (...) Det er Nationalbankens vurdering, at der med tvungen, betinget løbetidsforlængelse er fundet en løsning på dette problem.”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Lars Rohde i pressemeddelelsen *Finansiel stabilitet*, 2. halvår 2013, 11. december 2013.

66 Se side 21-22 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2. halvår 2013*; side 22-25 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 1. halvår 2014*; Danmarks Nationalbank, Løbetidsforlængelse af realkreditobligationer, side 37-46, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2014*; pressemeddelelsen *Fremtidssikring af dansk realkredit* fra Erhvervs- og Vækstministeriet, 6. november 2013; pressemeddelelsen *Løsning af realkreditens refinansieringsproblem* fra Danmarks Nationalbank, 6. november 2013.

Nye regler for rettidige nedskrivninger i bankernes regnskaber

Kort før finanskrisen – i 2005 – kom der nye internationale regnskabsstandarder (IAS 39). De betød et opgør med et mangeårigt princip om, at bankerne skulle nedskrive på udlån (tab og hensættelser) efter et forsigtighedsprincip på baggrund af en sandsynliggjort risiko for tab, se kapitel 1. Fremover måtte der først nedskrives, når der forelå en objektiv indikation på værdiforringelse (OIV). Der skulle være indtruffet en begivenhed, som medførte, at der kunne konstateres et tab. En sådan begivenhed kunne fx være, at låntageren ikke betalte de ydelser, der var aftalt i lånedokumentet.⁶⁷

Efter finanskrisen blev der rejst kritik af, at der med de nye regler var blevet nedskrevet for lidt og for sent i bankernes regnskaber. Det blev der rettet op på med overgangen til reviderede internationale regnskabsstandarder (IFRS 9) i januar 2018. Med IFRS 9 skulle nedskrivningerne i højere grad være baseret på en fremadskuende tilgang, hvor både indtrufne og forventede tab blev nedskrevet. Der skulle nu nedskrives, før der var indtruffet indikationer på værdiforringelse.⁶⁸ Hermed var der igen kommet et element af forsigtighedsprincip ind i regnskabsreglerne.⁶⁹

Tilsynsdiamanter og lånegrænser for højt gældsatte boligejere

Adskillige af de pengeinstitutter, som ophørte under finanskrisen, adskilte sig på en række centrale regnskabsparametre fra banksektoren som helhed. De var karakteriseret ved at have haft en særlig kraftig udlånsvækst, mange store engagementer, et stort indlånsunderskud og betydelig eksponering mod ejendomssektoren sammenlignet med banksektoren som helhed. Baseret på denne erfaring introducerede Finanstilsynet i 2010 en tilsynsdiamant som led i tilsynsarbejdet med pengeinstitutter. Tilsynsdiamanten indeholdt en række pejlemærker for, hvad der som udgangspunkt måtte anses for bankvirksomhed med forhøjet risiko. Pejlemærkerne vedrørte udlånsvækst, ejendomseksponering, store engagementer, likviditetsoverdækning og funding ratio (udlån/indlån).⁷⁰

67 Se side 66 i Borka Babic, Kreditinstitutter og procyklikalitet, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 63-77, vol. 48(3), september 2009; side 63 i Kim Abildgren og Jannick Damgaard, Modeller for bankers nedskrivninger i stresstest af det finansielle system, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 57-99, vol. 51(1,2), marts 2012; side 17 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-Schultz Grafisk, 2010.

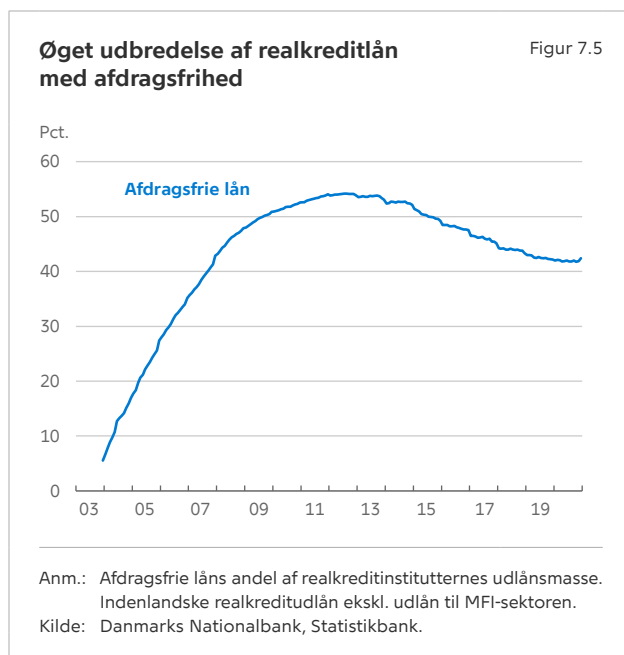
68 Se side 22-25 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet – 2. halvår 2014*; side 4 i Danmarks Nationalbank, De største banker er tæt på bufferkrav i stresstest, *Danmarks Nationalbank Analyse (Stresstest)*, nr. 10, juni 2017; side 8 i Danmarks Nationalbank, Risici er under opbygning i den finansielle sektor, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiel stabilitet)*, nr. 23, november 2017; side 26 i Danmarks Nationalbank, Udsigt til lavere indtjening og højere kapitalkrav for banker, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiel stabilitet)*, nr. 11, maj 2019; side 25 i Danmarks Nationalbank, Kreditinstitutterne ser ind i en svær tid, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiel stabilitet)*, nr. 8, maj 2020.

69 Der var knyttet visse overgangsordninger til implementeringen af IFRS 9, som blev forlænget i lyset af coronapandemien, se side 29 i Danmarks Nationalbank, Bankerne bør holde krudtet tørt, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiel stabilitet)*, nr. 28, december 2020.

70 Se notatet *Finanstilsynet introducerer 'Tilsynsdiamanten' for pengeinstitutter* fra Finanstilsynet, 25. juni 2010.

Som en opfølgning på en anbefaling i rapporten fra Rangvid-udvalget introducerede Finanstilsynet i 2014 også en tilsynsdiamant for realkreditinstitutter med pejlemærker for realkreditvirksomhed med forhøjet risiko.⁷¹ Tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter indeholdt bl.a. grænser for andelen af lån med afdragsfrihed i et realkreditinstituts udlånsportefølje som følge af den stigende udbredelse af lån med afdragsfrihed, se figur 7.5.

Nationalbanken hilste initiativet med en tilsynsdiamant for realkreditinstitutter velkommen men anbefalede, at den blev suppleret med en nedsættelse af grænsen for afdragsfrie lån for den enkelte låntager af hensyn til at understøtte danske realkreditobligationers høje grad af sikkerhed – også i perioder med fald i boligpriserne.⁷² Dette synspunkt blev delt af DSRR⁷³, og myndighederne gennemførte over en årrække flere tiltag, som begrænsede muligheden for boliglån med afdragsfrihed og/eller variabel rente til låntagere med lav friværdi og høj gæld i forhold til indkomsten.⁷⁴



71 Se side 40 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013; notatet *Mere robust ejendomsfinansiering* fra Finanstilsynet, 11. september 2014.

72 Se nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Realkreditrådets årsmøde, 2. oktober 2014; side 14 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2014*; side 26 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2. halvår 2014*.

73 Se *Henstilling om begrænsning af afdragsfrihed på realkreditlån* fra Det Systemiske Risikoråd, 30. september 2014.

74 Se oversigten i Christian Sinding Bentzen, Graeme Stuart Cokayne, Eddie Edin Gerba og Rasmus Pank Roulund, *Strammere låneregler har gjort boligejerne mere robuste*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 1, januar 2020.

Om begrænsning af muligheden for afdragsfrie lån

”Det er afgørende, at realkreditsystemet indrettes, så obligationernes sikkerhed bevares, og systemet også er robust i perioder med faldende boligpriser. Boligpriserne er meget afhængige af renteniveauet. Hvis det forbliver på det nuværende meget lave niveau i lang tid, kan det give et betragteligt løft i priserne, men stiger renten igen, kan det medføre betydelige boligprisfald. Med den store udbredelse af lån med variabel rente har mange boligejere ingen beskyttelse af friværdien ved rentestigninger. Det stiller krav til den finansielle modstandskraft. Det er derfor vigtigt, at boligejerne over tid opbygger en vis friværdi i deres boliger og dermed skaber en vis afstand til belåningsgrænserne.

Nationalbanken anbefaler derfor, at der som supplement til tilsynsdiamanten gennemføres lovgivning om nedsættelse af lånegrænsen for afdragsfrie lån – som andel af boligens værdi på belåningstidspunktet. Prisstigningstakten i boligpriserne kan blive lidt mindre i en periode, men effekten vil være begrænset. Nedsættelsen bør gælde for afdragsfrie lån, der ligger til sikkerhed for udstedelse af SDO, SDRO og RO fra penge- og realkreditinstitutter. Derved vil låntagerne over tid automatisk opbygge en vis afstand til belåningsgrænserne. Det vil yderligere understrege den høje sikkerhed i realkreditsystemet – også ved store boligprisfald.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Realkreditrådets årsmøde, 2. oktober 2014.

Beslutning om at vende tilbage til stabiliserende boligskatter

I sin rapport om årsagerne til finanskrisen fra september 2013 anbefalede Rangvid-udvalget, at ejendomsbeskatningen blev ændret, så den igen kom til at følge udviklingen i boligpriserne.⁷⁵

Nationalbanken bakkede op om Rangvid-udvalgets anbefaling. Nationalbankens analyser viste, at fastfrysningen af ejendomsværdiskatten i kroner bidrog til den uholdbare boligprisbølge i årene op til finanskrisen og den efterfølgende hårde nedtur på boligmarkedet.⁷⁶ Fastfrysningen betød, at ejendomsværdiskatten faldt i forhold til boligens værdi i årene med stigende boligpriser frem til 2007, og at den steg i de efterfølgende år, hvor boligpriserne faldt. Fastfrysningen gav også store regionale forskelle på den effektive skattesats: De storbyområder, der oplevede de største prisstigninger, fik de laveste effektive skattesatser.

75 Se side 30 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

76 Se Niels Arne Dam, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg, *Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes?*, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 47-69, vol. 50(1,1), marts 2011; Simon Juul Hviid, Tina Saaby Hvolbøl, Asbjørn Klein, Paul Lassenius Kramp og Erik Haller Pedersen, *Boligprisbobler og fordelene ved en stabiliserende boligbeskatning*, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 39-54, vol. 55(3), september 2016.

Ved at genskabe en sammenhæng mellem ejendomsværdiskat og boligpris ville stigende boligpriser automatisk udløse stigende ejendomsskatter, mens skatterne automatisk ville falde ved et fald i boligpriserne. Det ville give en mere stabil makroøkonomisk udvikling og øge den finansielle stabilitet.⁷⁷

I begyndelsen af maj 2017 indgik regeringen sammen med et bredt flertal i Folketinget en aftale om, at boligskatte fra 2021 igen skulle følge udviklingen i boligpriserne.⁷⁸ Implementeringen af de nye boligskatte regler kom dog til at trække ud som følge af it-problemer i skattevæsenet i forbindelse med implementering af et nyt system til ejendoms- og grundværdiurderinger. I maj 2020 blev det annonceret, at de nye boligskatte regler først ville træde i kraft fra 2024.⁷⁹

Om en hensigtsmæssig indretning af boligbeskatningen

”En vigtig medvirkende årsag til de store udsving i boligpriserne, vi har set siden midten af 00’erne, er boligbeskatningens indretning. Ved at fastlåse ejendomsværdiskatten i kroner, som det er sket, opnår man, at den effektive beskatning mindskes, når huspriserne stiger, og øges, når huspriserne falder. Det har sammen med de afdragsfri lån været med til at forstærke udsvingene i boligpriserne.

(...)

Løsningen for ejendomsværdibeskatningen er i princippet enkel. Fastlås beskatningsprocenten i stedet for kronebeløbet. Det vil – med de udsigter der er for boligmarkedet – ikke betyde en skattestigning nu og her. Det vigtige er, at en hensigtsmæssig boligbeskatning vil hjælpe med at dæmpe udsvingene på markedet, udsving som for det første er samfundsmæssigt skadelige, og som for det andet vanskeliggør udførelsen af den økonomiske politik.”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins indlæg ved Realkreditforeningens årsmøde, 29. marts 2012.

Fokus på god virksomhedsledelse og lønniveauer

Finanskrisen satte fokus på god virksomhedsledelse (corporate governance) i den finansielle sektor i såvel Danmark som på EU-plan på grund af ledelsesmæssige svigt i en lang række banker.⁸⁰

77 Se side 18-19 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2013*; side 8-9 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 1. halvår 2014*.

78 De boligejere, der med boligskatteforliget blev pålagt højere boligskatte, ville få en særlig skatterabat indtil salg af boligen, så de ikke kom til at betale højere boligskatte, se Simon Juul Hviid og Paul Lassenius Kramp, Aftale om boligskat stabiliserer boligpriser, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 14, september 2017; Simon Juul Hviid og Sune Malthé-Thagaard, Boligskatteaftalens effekt på boligpriserne, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 6, marts 2019.

79 Se pressemeddelelsen *Ny boligaftale sikrer tryghed om boligskatte* fra Skatteministeriet, 15. maj 2020.

80 Se side 41-42 og 350 i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013.

Kravene til ledelsens egnethed og hæderlighed (fit & proper-bestemmelserne) i lov om finansiel virksomhed blev skærpet i 2010, så hensynet til den finansielle stabilitet kom til at indgå i Finanstilsynets vurdering af, om medlemmerne af direktion og bestyrelse havde de nødvendige kompetencer. Formålet med skærpelsen var at sikre, at ledelsen i en finansiel virksomhed ikke påtog sig risici, som den ikke kunne overskue. Det var en ændring, som Nationalbanken hilste velkommen. Især lagde Nationalbanken vægt på, at der var den fornødne kreditekspertise i bestyrelsen.⁸¹ Bestemmelserne blev yderligere skærpet i 2014.

Fokus blev ligeledes rettet mod lønforholdene i den finansielle sektor.⁸² Der blev gennemført en række tiltag for at reducere risikoen for, at aflønnningen i finansielle virksomheder gav incitamentet til overdreven risikovillighed.

På det mere generelle plan viste Nationalbankens analyser, at lønniveauet i den finansielle sektor lå på et ganske højt niveau.⁸³ Det kunne der være mange – og også velbegrundede – årsager til. Størstedelen af merlønnen i den finansielle sektor afspejlede ifølge Nationalbankens analyser den uddannelsesmæssige sammensætning af personalet, kompleksiteten af jobfunktioner, geografiske forhold mv. Andre forhold kunne også betinge et relativt højt lønniveau i den finansielle sektor, fx høj produktivitet eller høj indtjeningsevne fremkommet ved effektiv udnyttelse af højtuddannet specialiseret arbejdskraft. Omvendt kunne ejerstrukturen i den finansielle sektor eller mangel på stærk potentiel konkurrence fra udlandet med hensyn til finansielle serviceydelser tænkes at hæmme presset for effektiv omkostningsstyring og udligning af merlønninger over tid.

Fra Nationalbankens side hæftede man sig ved, at den danske finansielle sektor siden 1988 havde betalt en særlig lønsumsafgift, som alt andet lige burde trække i retning af relativt lavere lønninger i den finansielle sektor sammenlignet med andre brancher, da lønsumsafgiften isoleret set gav den finansielle sektor et incitament til at erstatte arbejdskraft med eksempelvis kapital (fx automatisering af arbejdstunge processer). Efter Nationalbankens opfattelse var det en vigtig del af ledelsesopgaven i den finansielle sektor at sikre sammenhæng mellem de ansattes lønniveau og deres produktivitet og værdi for virksomheden.⁸⁴

81 Se høringssvaret *Høring vedrørende lov om Finansiell virksomhed mv.* fra Danmarks Nationalbank til Finanstilsynet, 7. januar 2010.

82 Se side 21, 41-42, 48-49, 283-288, 310, 319, 338, 350-356 og 397 ff. i Erhvervs- og Vækstministeriet, *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz, september 2013; side 37 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet 1. halvår 2009*; side 73-74 i Borka Babic, Kreditinstitutter og procyklikalitet, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 63-77, vol. 48(3), september 2009.

83 Se Kim Abildgren, Nicolai Møller Andersen, Mark Strøm Kristoffersen og Andreas Kuchler, Produktivitet og omkostningseffektivitet i den finansielle sektor, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 41-52, vol. 52(4,1), december 2013. Se også Kraka Advisory, *Analyse af lønpræmien i den finansielle sektor*, juli 2021.

84 Se nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Lokale Pengeinstitutters årsmøde, 8. maj 2014.

Lønningerne i den finansielle sektor kom atter i fokus, da regeringen og et flertal i Folketinget i oktober 2020 indgik aftale om en ny ret til tidlig pension. Som led i aftalen indgik en særskat på den finansielle sektor i form af ny særlig selskabsskat på den finansielle sektors overskud. Fra Nationalbankens side blev det påpeget, at den øgede beskatning ikke måtte anvendes som et argument for at slække på de reguleringsmæssige krav til bankerne.⁸⁵

Om lønniveauet i den finansielle sektor

”Den væsentligste driftsomkostning ved pengeinstitutvirksomhed er løn til de ansatte. Ser man på de rå lønniveauer, har der helt tilbage til begyndelsen af 1980’erne været en tendens til, at gennemsnitslønningerne i finanssektoren har ligget over den øvrige del af økonomien.

(...)

Det er derfor en vigtig del af ledelsesopgaven i den finansielle sektor løbende at have fokus på at sikre sammenhæng mellem de ansattes lønniveau og deres produktivitet og værdi for virksomheden.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Lokale Pengeinstitutters årsmøde, 8. maj 2014.

Om særskat på den finansielle sektor til finansiering af ret til tidlig pension

”Regeringen planlægger en særskat på den finansielle sektor. Det er Nationalbankens vurdering, at karakteren og omfanget af den foreslåede beskatning ikke udfordrer den finansielle stabilitet. Det er imidlertid afgørende, at belastningen af sektoren ikke anvendes eller accepteres som argument for at slække på krav til kapital, nedskrivningsegne passiver eller indsatsen over for fx hvidvask.”

Citat fra *Nationalbankens kommentarer til Det Økonomiske Råds diskussionsoplæg efterår 2020*, 20. oktober 2020.

85 Se side 22 i Danmarks Nationalbank, Bankerne bør holde krudtet tørt, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiel stabilitet)*, nr. 28, december 2020; pressemeddelelsen *Aftale om ret til tidlig pension* fra Finansministeriet, 11. oktober 2020 (bilagt *Aftale om en ny ret til tidlig pension*, 10. oktober 2020).

Dansk deltagelse i bankunionen?

Finanskrisen og den efterfølgende statsgældskrise i en række europæiske lande satte fokus på den negative spiral, som kunne opstå mellem svage banker og svage offentlige finanser. I de lande var der ikke et tilstrækkeligt råderum på statsfinanserne til at håndtere omkostningerne ved finanskrisen uden at få et opadgående pres på staternes låneomkostninger, som igen smittede af på bankernes finansieringsomkostninger. Det forstærkede problemerne i banksektoren og de realøkonomiske konsekvenser af krisen.

Som en del af håndteringen af den europæiske statsgældskrise blev euro-landenes ledere i slutningen af juni 2012 enige om at oprette en bankunion med et fælleseuropæisk tilsyn på bankområdet. Bankunionen kom også til at omfatte fælles krisehåndtering af kreditinstitutter.⁸⁶

Den endelige udformning af den fælles tilsynsmekanisme (Single Supervisory Mechanism, SSM) blev vedtaget af EU's økonomi- og finansministre i oktober 2013, og i november 2014 kunne Den Europæiske Centralbank, ECB, påbegynde sin nye opgave som fælles tilsynsmyndighed.⁸⁷ ECB skulle nu træffe beslutninger om tilsynet med de største kreditinstitutter i bankunionens deltagerlande og varetage det direkte tilsyn med dem med bistand fra de nationale tilsynsmyndigheder. De nationale tilsyn skulle stå for såvel beslutninger om tilsyn som den praktiske udførelse af tilsynet med øvrige kreditinstitutter inden for de rammer, retningslinjer og instrukser, som blev udstedt for det fælles tilsyn.

Udformningen af den fælles krisehåndteringsmekanisme blev endeligt vedtaget i juli 2014, og den trådte fuldt ud i funktion i januar 2016. Den nye fælles afviklingsmyndighed, som fik navnet Single Resolution Board, SRB, fik hjemsted i Bruxelles. SRB skulle stå for krisehåndtering af de største nødlidende kreditinstitutter og grænseoverskridende koncerner med bistand fra de nationale afviklingsmyndigheder. Desuden blev der etableret en fælles afviklingsfond med navnet Single Resolution Fund, SRF, ved en gradvis fusion af de nationale afviklingsformuer opbygget af bidrag fra bankerne i de deltagende lande.

Deltagelse i bankunionen var obligatorisk for eurolandene, mens EU-lande uden for euroområdet kunne vælge at tilslutte sig. Ved en dansk deltagelse i bankunionen ville de danske myndigheder – Finanstilsynet og Finansiell Stabilitet – blive en del af den fælles tilsynsmekanisme og den fælles afviklingsmekanisme.

86 Se side 76 og 103 i Signe Skovgaard Hansen, Lars Risbjerg og Susanne Hougaard Thamsborg, Rentespænd og annoncering af politiske initiativer og kreditvurderinger, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 69-116, vol. 52(1,2), marts 2013; side 14 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 3. kvartal 2012 – Del 1*. Et forslag om også at have en fælles indskydergarantiordning som en del af bankunionen var mere politisk følsomt, og forhandlingerne herom var ved udgangen af 2020 endnu ikke endt med et resultat.

87 Se side 12 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 4. kvartal 2013 – Del 1*.

Regeringen nedsatte i februar 2014 en arbejdsgruppe under Erhvervs- og Vækstministeriet med repræsentanter fra de relevante ministerier, Finans-tilsynet og Nationalbanken for at vurdere, om det var i Danmarks interesse at deltage i bankunionen. Arbejdsgruppen afgav rapport i april 2015.⁸⁸ På baggrund af rapporten konkluderede regeringen og et flertal i Folketinget, at det i udgangspunktet ville være en fordel for Danmark at deltage i bankunionen, og at der ville blive taget endelig stilling til dansk deltagelse, når man havde set, hvordan samarbejdet fungerede i praksis, og der var sket de nødvendige afklaringer af visse forhold af betydning for dansk deltagelse.

I juli 2017 nedsatte regeringen en arbejdsgruppe under Erhvervsministeriet med deltagelse af relevante ministerier og myndigheder samt Nationalbanken, som skulle lave en ny rapport om dansk deltagelse i bankunionen.⁸⁹ Arbejdsgruppens rapport blev offentliggjort i december 2019. Det var her konklusionen, at der var mange forhold, som talte for dansk deltagelse i bankunionen, og at de udestående forhold, der blev rejst i rapporten fra 2015, var blevet afklaret eller konkretiseret.⁹⁰ I forbindelse med offentliggørelse af rapporten meddelte regeringen, at der fortsat blev arbejdet på nye elementer i bankunionen, og at der var behov for større klarhed på en række områder, før den kunne tage stilling til dansk deltagelse.⁹¹

Nationalbanken anbefalede gennem alle årene en dansk deltagelse i bankunionen ud fra en række begrundelser:⁹²

88 Se meddelelsen *Rapport om mulig dansk deltagelse i det styrkede banksamarbejde* fra Erhvervs- og Vækstministeriet, 30. april 2015; *Rapport om mulig dansk deltagelse i det styrkede banksamarbejde* fra april 2015 fra Arbejdsgruppen vedrørende analysearbejdet i forhold til dansk deltagelse i det styrkede banksamarbejde; pressemeddelelsen *Dansk deltagelse i det styrkede banksamarbejde kræver ikke folkeafstemning efter grundloven* fra Justitsministeriet, 30. april 2015; *NOTAT om hvorvidt dansk deltagelse i det styrkede banksamarbejde forudsætter anvendelse af proceduren i grundlovens § 20* fra Justitsministeriet, 29. april 2015.

89 Se pressemeddelelsen *Regeringen igangsætter udvalgsarbejde om mulig dansk deltagelse i EUs styrkede banksamarbejde* fra Erhvervsministeriet, 4. juli 2017.

90 Se *Rapport om mulig dansk deltagelse i det styrkede banksamarbejde – Erfaringer siden 2015* fra december 2019 fra Arbejdsgruppen vedrørende mulig dansk deltagelse i det styrkede banksamarbejde (Bankunionen).

91 Se meddelelsen *Rapport fra Arbejdsgruppen om mulig dansk deltagelse i det styrkede banksamarbejde* fra Erhvervsministeriet, 19. december 2019.

92 Se side 36-37 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2013 – Del 1*; side 19-21 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2013*; side 8-9 og 63-70 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2013 – 2. halvår*; nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Finansrådets årsmøde, 2. december 2013; side 7-8 og 65-72 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2014 – 1. halvår*; side 7 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2014 – 2. halvår*; side 8 og 36 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 4. kvartal 2014*; Danmarks Nationalbank, *Dansk deltagelse i bankunionen, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 41-48, vol. 53(4), december 2014; nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Finansrådets årsmøde 1. december 2014; *Nationalbankens udtalelse om bankunionen*, 30. april 2015; side 7 og 12 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2015 – 1. halvår*; nationalbankdirektør Per Callesens kronik, *Bankunion udløser ingen ekstraregning til danskerne*, Altinget, 20. november 2018; nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Finans Danmarks årsmøde, 3. december 2018; nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Finans Danmarks årsmøde, 2. december 2019; Danmarks Nationalbank, *Viden om det styrkede europæiske banksamarbejde*, www.nationalbanken.dk, december 2019; nationalbankdirektør Per Callesens og Karsten Bilottofs kronik, *Lad os få en debat om det styrkede banksamarbejde*, Børsen, 17. januar 2020.

Bankunionen var et vigtigt skridt i styrkelsen af det indre marked for finansielle serviceydelser, som Danmark i forvejen var en del af. Deltagelse ville ifølge Nationalbanken styrke den grænseoverskridende konkurrence på priser og produkter til gavn for husholdninger og virksomheder.

De største danske pengeinstitutter havde betydelige grænseoverskridende aktiviteter⁹³, som efter Nationalbankens opfattelse krævede et tæt og forpligtende internationalt tilsynssamarbejde. Bankunionen ville desuden under alle omstændigheder få stor betydning for Danmark. Selv uden dansk deltagelse i bankunionen ville de største danske pengeinstitutter blive underlagt tilsyn fra ECB for væsentlige dele af de aktiviteter, de havde i euroområdet.⁹⁴ Med medlemskab af bankunionen ville Danmark få mere indflydelse på, hvordan det fælleseuropæiske tilsyn med banker blev udført.

Om dansk deltagelse i bankunionen

”Dansk deltagelse i dette samarbejde vil give et løft til kompetencerne i den myndighed, som skal kigge de største danske kreditinstitutter efter i sømmene. Den fælles tilsynsmyndighed i Frankfurt kan tiltrække eksperter fra hele Europa. Og den er i færd med at opbygge en betydelig erfaring ved at føre tilsyn med en række meget store banker.

Det er af afgørende betydning for den finansielle stabilitet, at vi har et tilsyn, der kompetencemæssigt kan matche de store banker. Lige så vigtigt er det, at vi har en afviklingsmyndighed, der råder over den nødvendige indsigt og ressourcer til at kunne afvikle de største danske banker.

Det er noget nemmere at opbygge og vedligeholde et sådant tilsyn, hvis man har mange ”kunder”. Kvaliteten af krisehåndteringen bliver også større, når man gradvist opbygger erfaring i at krisehåndtere store banker.

Det styrkede banksamarbejde er en videreudvikling af det indre marked for finansielle tjenesteydelser, som Danmark er en del af. Samarbejdet styrker den samlede europæiske tilsynskompetence og skaber en højere grad af level playing field for kreditinstitutter i Europa. Det bør vi kunne blive enige om at tilslutte os.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale på jubilæumskonferencen Bank & Tilsyn, 3. oktober 2019.

93 I 2013: Danske Bank og Nordea. Nordea Bank Danmark blev i januar 2017 omdannet fra et datterselskab til en filial af Nordea AB. Efter omdannelsen var Nordea Bank Danmark ikke længere underlagt selvstændige kapital- og likviditetskrav, men skulle i stedet dækkes af kapital og likviditet i Nordea AB, ligesom hovedansvaret for tilsynet med aktiviteterne i Nordea Bank Danmark overgik fra de danske til de svenske tilsynsmyndigheder.

94 Med flytningen af Nordeas hovedsæde til Finland i 2018 blev Nordeas bankaktiviteter i Danmark underlagt ECB's direkte tilsyn.

Det fælles tilsyn ville med sine ressourcer og eksperterfaring efter Nationalbankens vurdering styrke tilsynet med de største danske kreditinstitutter. Desuden ville det fælles tilsyn blive en ny standard og ville blive opfattet som et kvalitetsstempel blandt kreditvurderingsbureauer og investorer. Deltagelse i bankunionen ville derfor give danske kreditinstitutter bedre finansieringsvilkår end kreditinstitutter med hjemsted i EU-lande, som ikke deltog i bankunionen.

Nationalbanken lagde endvidere vægt på, at bankunionens afviklingsmekanisme helt overvejende var baseret på at videreføre kriseramte institutters systemisk vigtige funktioner uden brug af offentlige midler eller overførsler mellem landene i bankunionen. Princippet var, at det først og fremmest var en nødlidende banks ejere og investorer, der skulle dække tabene. Kun i yderst ekstreme tabsscenarier kunne der blive tale om overførsler fra banker og skatteydere i ét land til redning af banker i et andet land.⁹⁵

Endelig ville deltagelse i bankunionen via ECB give dansk medindflydelse i Baselkomiteen og Financial Stability Board, som var centrale for udformningen af den finansielle regulering, som danske kreditinstitutter var underlagt via EU-lovgivningen.

Klimaforandringer og finansiell stabilitet

I december 2015 indgik omkring 200 lande Parisaftalen om at reducere udledningen af drivhusgasser (herunder ikke mindst CO₂) i atmosfæren for at begrænse menneskeskabte klimaforandringer og holde den deraf afledte globale temperaturstigning et godt stykke under 2 °C i forhold til det førindustrielle niveau. Der skulle arbejdes for at begrænse temperaturstigningen til 1,5 °C.

Som opfølgning på Parisaftalen etablerede en gruppe af centralbanker og tilsynsmyndigheder Network for Greening the Financial System, NGFS, i december 2017 med henblik på at udveksle erfaringer og bidrage til udviklingen af klimarelateret risikostyring i den finansielle sektor. Nationalbanken blev medlem af NGFS i april 2019⁹⁶, og Finanstilsynet tilsluttede sig netværket i juni 2020⁹⁷.

I december 2019 udgav Nationalbanken sin første analyse af klimaforandrings betydning for finansiell stabilitet.⁹⁸ Her blev der sat fokus på de risici, som fx kunne ramme kreditinstitutternes kunder og føre til tab på udlån og investeringer. Risiciene vedrørte flere områder. Nogle risici

95 Se også Niels Bartholdy, Bankunion er ikke bygget op om fælles hæftelse, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 19, november 2018.

96 Se pressemeddelelsen *Nationalbanken optaget som medlem af Network for Greening the Financial System* fra Danmarks Nationalbank, 9. april 2019.

97 Se pressemeddelelsen *Finanstilsynet i internationalt samarbejde om bæredygtig finansiering* fra Finanstilsynet, 17. juni 2020.

98 Se Danmarks Nationalbank, *Klimaforandringer kan smitte af på den finansielle stabilitet*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 26, december 2019.

vedrørte følger af selve den fysiske ændring af klimaet, fx hvis mere ekstreme vejrforhold førte til hyppigere forekomster af tørke og oversvømmelser, som igen kunne påvirke landbrugets indtjening og værdien af ejendomme i lavtliggende kystområder. Andre risici relaterede sig til en omstilling af økonomien i en mere CO₂-neutral retning⁹⁹, fx hvis indtjeningen i bestemte sektorer blev særlig ramt af klimapolitiske tiltag eller ændret forbrugeradfærd som reaktion på klimaforandringerne.

Nationalbanken opfordrede til, at sådanne klimarelaterede risici blev inddraget i såvel de finansielle institutters risikostyring og prissætning som i myndighedernes arbejde. Nationalbanken udgav selv sin første klimastresstest af de danske kreditinstitutter i november 2020.¹⁰⁰

Nationalbanken fandt det endvidere vigtigt, at den finansielle regulering afspejlede de faktiske risici, så der fx ikke blev givet kunstige grønne rabatter på kreditinstitutternes kapitalkrav for at accelerere en grøn omstilling. Omvendt burde kapitalkrav til CO₂-tunge aktiver strammes, hvis de var forbundet med større risici.¹⁰¹

Om centralbanker og klimaforandringer

”Klimaforandringer er globale og grænseoverskridende, og derfor er det naturligt, at vi samarbejder internationalt. Det er ikke centralbankers opgave at levere løsningerne på klimaudfordringer, men i kraft af vores formål om at sikre finansiell stabilitet i Danmark må vi også forholde os til de risici fra klimaforandringer, der kan få betydning for det finansielle system og økonomien som helhed (...)”.

Udtalelse fra nationalbankdirektør Lars Rohde i pressemeddelelsen *Nationalbanken optaget som medlem af Network for Greening the Financial System*, 9. april 2019.

99 Hvor også udledninger af andre drivhusgasser, fx metan, omregnes til CO₂-ækvivalenter.

100 Se Olivia Helmersen, Søren Korsgaard og Rasmus Pank Roulund, En gradvis grøn omstilling understøtter finansiell stabilitet, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 21, november 2020.

101 Se nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Finans Danmarks årsmøde, 2. december 2019.

Dansk økonomi efter finanskrisen

Danmark havde en lav offentlig gæld før finanskrisen og stod derfor med et godt udgangspunkt for at understøtte økonomien, da krisen ramte. Nationalbanken fandt det velbegrundet, at finanspolitikken blev lempet i årene 2009-10, men herefter anbefalede Nationalbanken en konsolidering af de offentlige finanser. Anbefalingen var baseret på en forventning om, at den ledige kapacitet i økonomien ville være opbrugt i løbet af et par år. Desuden gjorde statsgældskrisen i Europa de internationale investorer langt mere opmærksomme på, om de enkelte lande førte en ansvarlig finanspolitik, og flere lande oplevede i løbet af kort tid betydelige stigninger i de lange renter.

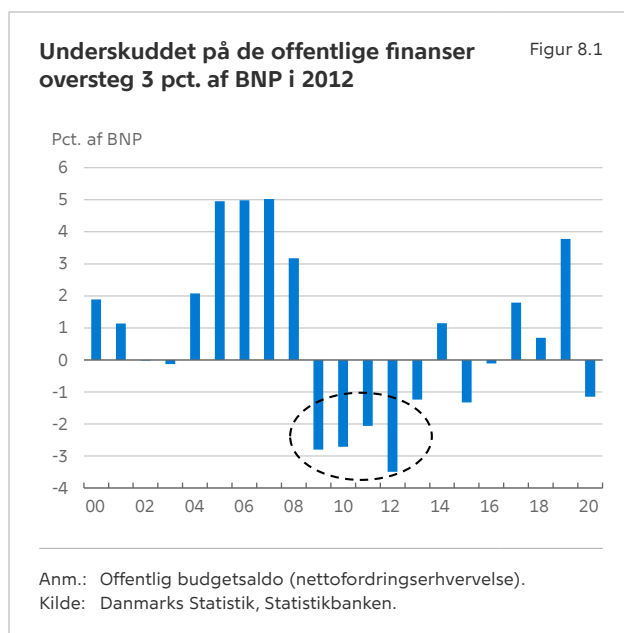
Den faktiske vækst i årene 2012-14 blev betydelig lavere end forventet i Nationalbankens (og andres) prognoser. Det skyldes i høj grad, at væksten på eksportmarkederne blev lavere end antaget, efterhånden som den europæiske gældskrise udviklede sig. I slutningen af 2014 var der stadig ledig kapacitet i dansk økonomi, men herefter blev produktionsgabets lukket i løbet af nogle år. I 2016 blev væksten i realt BNP i Danmark siden 2009 opjusteret væsentligt i forbindelse med revisioner af nationalregnskabet. Den markante opjustering understregede, at udviklingen i økonomien ikke alene kunne vurderes på basis af tal for BNP-væksten.

Opsvinget i dansk økonomi efter finanskrisen kom til at vare i over 10 år. Og det blev et balanceret opsving uden overophedning af økonomien. Presset på arbejdsmarkedet blev lettet via reformer, som loftede arbejdsudbuddet, og risikoen for lokale boligprisbobler blev afværget gennem justeringer af bl.a. låneregler. Inflationen var lav under opsvinget, og store overskud på betalingsbalancen forvandlede udlandsgæld til udlandsformue. Det bidrog til at give staten lave lånerenter.

Den balancerede højkonjunktur, lav offentlig gæld og stor udlandsformue gav Danmark et godt udgangspunkt for at håndtere tilbageslaget, da coronapandemien ramte økonomien i 2020.

Finanspolitik i lyset af finans- og statsgældskrise

Danmark havde en lav offentlig gæld inden udbruddet af finanskrisen og stod derfor med et godt udgangspunkt for at understøtte den økonomiske aktivitet under det kraftige tilbageslag i økonomien. Danmark var blandt de EU-lande, som aktivt lempede finanspolitikken mest i årene 2009-10.¹ Hertil kom en automatisk lempelse i form af flere offentlige udgifter til overførselsindkomster og færre skatteindtægter som følge af øget ledighed og lavere produktion. Danmark kom tæt på Maastricht-traktatens grænse for underskuddet på de offentlige finanser på 3 pct. af BNP i årene efter finanskrisen, og et enkelt år blev grænsen overskredet, se figur 8.1. Det førte til en henstilling fra EU om at nedbringe underskuddet til under 3 pct. af BNP.²



Nationalbanken fandt det velbegrundet, at finanspolitikken blev lempet i 2009 og 2010. Men herefter var anbefalingen en konsolidering af de offentlige finanser, da der atter var tegn på fremgang i økonomien.³

1 Se Ann-Louise Winther, Virkning af finanspolitik under krisen, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 79-91, vol. 48(3), september 2009.

2 Se side 32 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 2. kvartal 2012 – del 1*; Pernille Bomholdt Nielsen og Morten Hedegaard Rasmussen, Styring af de offentlige udgifter i Danmark, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 77-88, vol. 51(2,1), juni 2012.

3 Se side 30 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 3. kvartal 2009*; side 41 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2011 – del 1*.

Om finanspolitikken under og efter finanskrisen

”Det var velbegrundet at lempe finanspolitikken under den kraftige økonomiske nedtur i 2009 og 2010. Men nu er økonomien atter i fremgang, og i mellemtiden er der sket en kraftig forringelse af det offentlige budget. Derfor er tiden nu inde til konsolidering.”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Nils Bernstein i forbindelse med offentliggørelsen af Nationalbankens *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2011, pressemeddelelse, 16. marts 2011.

I Nationalbankens kvartalsvise prognoser fra årene 2011 og 2012 blev den ledige kapacitet i økonomien som udgangspunkt vurderet til at svare til et negativt produktionsgab⁴ på omkring 2 pct. af potentielt BNP. Med Nationalbankens forventninger til de kommende års økonomiske vækst ville gabet stort set være lukket ved slutningen af prognoseperioden.⁵ Stabiliseringspolitisk fandt Nationalbanken – i lighed med Valutafonden, IMF⁶ – derfor ikke behov for at lempe finanspolitikken yderligere.

Nationalbanken vurderede, at der var større risici end fordele ved at lempe finanspolitikken af hensyn til konjunktursituationen.⁷ Det skyldtes blandt andet, at den tilspidsede statsgældskrise i Europa, hvor flere lande i løbet af kort tid oplevede betydelige stigninger i renterne på lange statsobligationer, understregede vigtigheden af at fastholde tilliden til finanspolitikken. Statsgældskrisen gjorde de internationale investorer langt mere opmærksomme på, om de enkelte lande førte en ansvarlig finanspolitik. Det var i det lys, at man skulle se Nationalbankens opfordringer til at fastholde den stramme finanspolitik, som var planlagt.⁸ Faktisk kunne konsolideringen af de offentlige finanser vise sig at komme på et godt tidspunkt i forhold til konjunktursituationen, idet der var udsigt til vækst i økonomien og et betydeligt forbrugspotentiale, der lå i en lav forbrugskvote.⁹

4 Opgjort som forskel mellem faktisk og potentielt reelt BNP, se Asger Lau Andersen og Morten Hedegaard Rasmussen, Produktionspotentialet i dansk økonomi, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 41-51, vol. 50(3,1), september 2011.

5 Se side 36 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2011 – del 1*; side 38 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 2. kvartal 2011 – del 1*; side 29-30 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 3. kvartal 2011 – del 1*; side 31 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 4. kvartal 2011 – del 1*; side 28 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2012 – del 1*; side 32-33 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 2. kvartal 2012 – del 1*; side 31 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 3. kvartal 2012 – del 1*; side 31 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 4. kvartal 2012 – del 1*.

6 Se pressemeddelelsen *IMFs artikel IV-undersøgelse af dansk økonomi* fra Danmarks Nationalbank, 1. november 2010.

7 Se side 1 og 37 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 3. kvartal 2011 – del 1*.

8 Se nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale ved Realkreditforeningens årsmøde, 30. marts 2011; side 35 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 4. kvartal 2011 – del 1*.

9 Se side 36 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2012 – del 1*.

Om finanspolitik i lyset af den europæiske gældskrise

”Den tilspidsede statsgældskrise i Europa, hvor stadig flere lande står over for højere renter, gør det vigtigt at fastholde markedernes tillid til den danske finanspolitik. Det er derfor positivt, at den nytiltrådte regering planlægger at leve op til EU’s henstilling om at sikre, at underskuddet på de offentlige finanser bliver under 3 pct. af BNP i 2013, samt at den strukturelle balance forbedres med 1,5 pct. af BNP over årene 2011-13.”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Nils Bernstein i forbindelse med offentliggørelsen af *Nationalbankens Kvartalsoversigt, 4. kvartal 2011*, pressemeddelelse, 15. december 2011.

Den faktiske vækst i årene 2012-14 blev betydelig lavere end forventet i Nationalbankens (og andres) prognoser, se figur 8.2.¹⁰ Det skyldes i høj grad, at væksten på de danske eksportmarkeder blev lavere end antaget, efterhånden som den europæiske gældskrise udviklede sig, se figur 8.3. I slutningen af 2014 var der stadig ledig kapacitet i dansk økonomi, men herefter kom der mere gang i væksten, og produktionsgabets blev lukket i løbet af nogle år.¹¹

Ved ekstraordinære revisioner af det årlige nationalregnskab i 2016 blev der foretaget en betydelig opjustering af væksten i realt BNP i dansk økonomi siden 2009. Opjusteringen skyldtes bl.a. revision af betalingsbalancestatistikken med hensyn til handel med varer, som ikke passerede den danske grænse. Revisionerne af nationalregnskabet rokkede ikke væsentligt ved Nationalbankens vurdering af den økonomiske udvikling gennem den første halvdel af 2010’erne, da der i vurderingen af konjunkturerne og kapacitetspresset i dansk økonomi var blevet lagt vægt på en bred vifte af indikatorer, herunder på indikatorer for udviklingen på arbejdsmarkedet og i de forskellige dele af erhvervslivet. Men revisionen understregede, at vurderinger af udviklingen i dansk økonomi ikke alene kunne baseres på tal for den reale BNP-vækst.¹²

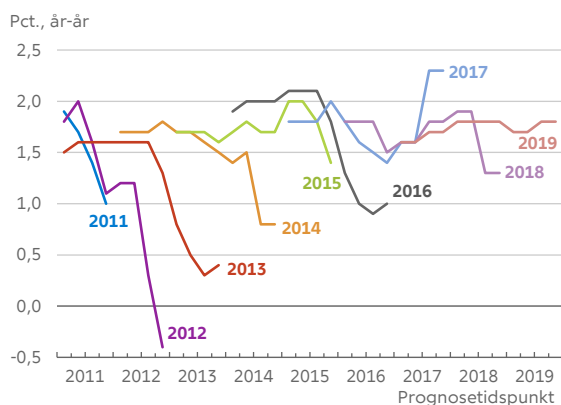
10 For en sammenligning af Nationalbankens og andres prognoser for 2012, se Kirstine Eibye Brandt og Niels Arne Dam, Nationalbankens prognoser for dansk økonomi 2008-12, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 53-74, vol. 52(4,1), december 2013.

11 Se side 29 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 4. kvartal 2014*; side 11 i Danmarks Nationalbank, Udsigt til moderat lavkonjunktur det næste års tid, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 18, september 2020.

12 Se boks 6 *Med revisionen af nationalregnskabet tegnes et klarere billede af opsvinget* i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 4. kvartal 2016*; Grane Haker Høegh og Sune Malthe-Thagaard, Højere væksttal bekræftede opsvinget, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4, marts 2017.

Den reale BNP-vækst i årene 2012-14 blev betydelig lavere end forventet i Nationalbankens prognoser

Figur 8.2

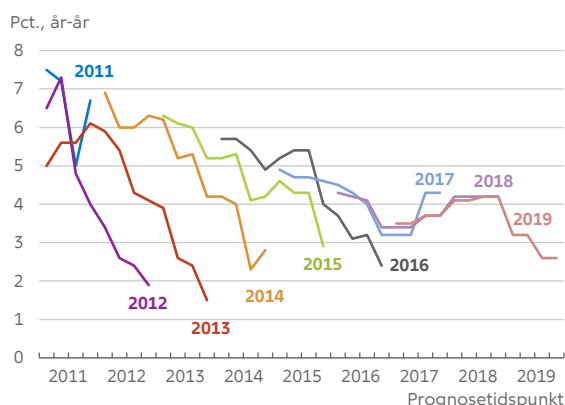


Anm.: Forventning til vækst i realt BNP 2011-19 i Nationalbankens prognoser. Eksempel på læsning af graf: I prognosen fra 1. kv. 2011 var det forventet, at den reale BNP-vækst i 2012 ville blive på 1,8 pct. I 4. kv. 2012 blev det vurderet, at væksten i 2012 faktisk kun blev på -0,4 pct. I årene 2011-16 offentliggjorde Nationalbanken prognoser hvert kvartal. Fra 2017 blev der kun offentliggjort prognoser hvert halve år. For denne periode er prognoserne vist i figuren derfor gentaget i to efterfølgende kvartaler.

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, diverse udgaver; *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, diverse udgaver.

Væksten på eksportmarkederne 2012-14 blev væsentlig lavere end antaget i Nationalbankens prognoser

Figur 8.3



Anm.: Antagelse om eksportmarkedsvækst 2011-19 i Nationalbankens prognoser. Eksempel på læsning af graf: I prognosen fra 1. kvrt. 2011 blev det antaget, at den reale eksportmarkedsvækst i 2012 ville blive på 6,5 pct. I 4. kvrt. 2012 blev det vurderet, at væksten i 2012 faktisk kun blev på 1,9 pct. I årene 2011-16 offentliggjorde Nationalbanken prognoser hvert kvartal. Fra 2017 blev der kun offentliggjort prognoser hvert halve år. For denne periode er prognoserne vist i figuren derfor gentaget i to efterfølgende kvartaler.

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, diverse udgaver; Danmarks Nationalbank, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, diverse udgaver.

Et langvarigt og balanceret opsving

Opsvinget i dansk økonomi efter bunden i 2009 blev langvarigt, og der blev tale om et balanceret opsving uden overophedning af økonomien. Opsvinget kom til at vare i over 10 år helt frem til 2020, hvor Danmark og resten af verden blev ramt af coronapandemien. Kun omkring 20 pct. af alle opsving i OECD-landene siden 1970 havde haft en længere varighed.¹³

Under opsvinget var Nationalbankens analyser af dansk økonomi fokuseret på at identificere eventuelle ubalancer, som erfaringsmæssigt kunne blive opbygget under en højkonjunktur, og som kunne give risiko for en brat opbremsning efterfulgt af en længere periode med lav eller negativ økonomisk vækst. Fokus var ikke mindst på risikoen for ubalancer på arbejds- og boligmarkedet.

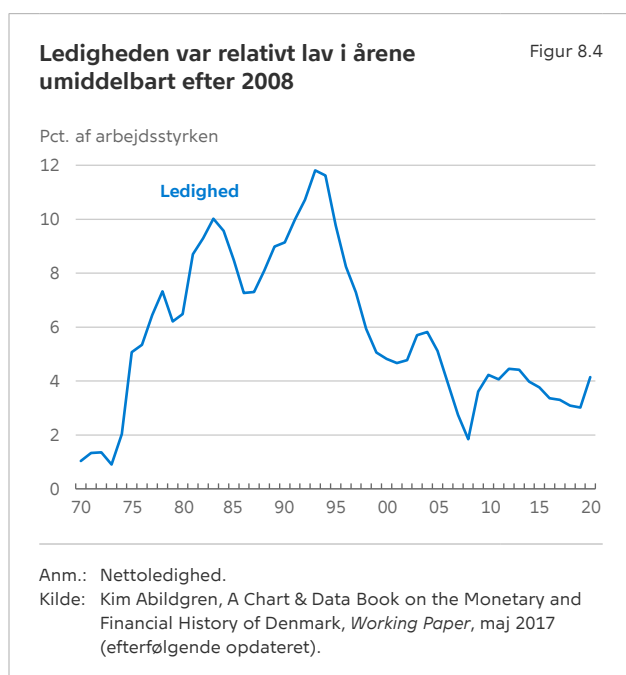
Den strukturelle ledighed var via arbejdsmarkedsreformer løbende blevet reduceret siden midten af 1990'erne, og selv i årene umiddelbart efter

¹³ Se Paul Lassenius Kramp og Jesper Pedersen, Opsving slutter ikke på grund af alderdom, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 10, juni 2020.

udbruddet af finanskrisen i 2008 lå ledigheden på et relativt lavt niveau set i et længere perspektiv, se figur 8.4.

Kapacitetspresset på arbejdsmarkedet tog gradvist til i den anden halvdel af opsvinget, hvor der var tegn på mangel på arbejdskraft på dele af arbejdsmarkedet, særligt i bygge- og anlægserhvervene. Opbygningen af kapacitetspresset skete dog i et langsommere tempo end under højkonjunktoren i den første halvdel af 2000'erne, og mod slutningen af opsvinget var der tegn på, at presset på arbejdsmarkedet var ved at aftage.

Arbejdsmarkedet udviklede sig mere balanceret under opsvinget i 2010'erne, fordi det var muligt at løfte arbejdsudbuddet med især tilbagetrækningsaftalen fra maj 2011¹⁴, som efter nogle år gav færre personer på efterløn, og som også indebar en gradvis stigning i folkepensionsalderen fra 2019. Endvidere var det med visse begrænsninger muligt at rekruttere arbejdskraft fra andre lande i takt med stigningen i efterspørgslen efter arbejdskraft.¹⁵



14 Se side 42-43 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 2. kvartal 2011 – del 1*.

15 Se Tina Saaby Hvolbøl, Rasmus Mose Jensen og Erik Haller Pedersen, Risici forbundet med det aktuelle opsving i dansk økonomi, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 41-52, vol. 54(2) juni 2015; Troels Kromand Danielsen og Casper Winther Jørgensen, Ledig kapacitet på arbejdsmarkedet, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 39-49, vol. 54(3), september 2015; Andreas Kuchler og Svend Greniman Andersen, Der er igen stor mangel på arbejdskraft i byggeriet, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 15, september 2017; Christian Ellermann-Aarslev, Arbejdsmarkedet strammer langsomt til, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 13, september 2018; side 4-8 i Danmarks Nationalbank, Lidt lavere vækst i de kommende år, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 20, september 2019.

Om arbejdsudbud og efterlønsreform

”Det er velkendt, at befolkningsudviklingen trækker i retning af en faldende arbejdsstyrke og et stigende antal personer uden for arbejdsmarkedet. Det er en stor udfordring for den fremtidige velstand og offentlige service. Et nærliggende og sikkert virkende instrument til at imødegå faldet i arbejdsstyrken og styrke de offentlige finanser vil være at udfase efterlønnen.”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Nils Bernstein i forbindelse med offentliggørelsen af Nationalbankens *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2011, pressemeddelelse, 16. marts 2011.

I forhold til boligmarkedet arbejdede Nationalbanken som beskrevet i kapitel 7 for at få boligbeskatningen ændret, så den igen kom til at fungere som en automatisk stabilisator for boligmarkedet og økonomien som helhed. Herudover havde Nationalbanken særligt fokus rettet mod risikoen for regionale og lokale boligprisbobler under opsvinget, idet priserne steg stærkt i de store byer – især dele af København.¹⁶

På landsplan afspejlede boligprisudviklingen underliggende fundamentale faktorer, især stigende indkomster og det lave renteniveau, og Nationalbanken så ikke tegn på en landsdækkende boligprisboble. Regionale og lokale variationer i boligprisudviklingen kunne bl.a. henføres til forskelle i demografi, indkomster og graden af knaphed på byggegrunde. Men i midten af 2010'erne viste Nationalbankens statistiske tests indikationer på, at det københavnske boligmarked var tæt på at blive ramt af en spekulativ boligprisboble, hvor prisstigningerne var drevet af forventninger om fremtidige stigninger.¹⁷ Modelberegninger indikerede også en risiko for, at prisudviklingen i København med en vis forsinkelse kunne smitte af på boligprisudviklingen i andre dele af landet. Endvidere viste Nationalbankens analyser, at mange nye boliglån i København og Aarhus blev bevilget til låntagere, hvor lånet udgjorde mere end fire gange husstandens årlige indkomst, så boligejernes gældsætning her nærmede sig niveauet forud for finanskrisen.¹⁸ Prisudviklingen på det københavnske boligmarked blev dog mod

16 Se Niels Arne Dam, Tina Saaby Hvolbøl og Morten Hedegaard Rasmussen, Boligmarked i flere hastigheder, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 43-62, vol. 53(3), september 2014; Jacob Isaksen og Erik Haller Pedersen, Seneste tendenser på boligmarkedet, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 51-61, vol. 54(3), september 2015.

17 Se Danmarks Nationalbank, Ingen boligprisboble på landsplan men København er tæt på, *Nyt fra Nationalbanken*, nr. 3, september 2016; Simon Juul Hviid, Tina Saaby Hvolbøl, Asbjørn Klein, Paul Lassenius Kramp og Erik Haller Pedersen, Boligprisbobler og fordelene ved en stabiliserende boligbeskatning, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 39-54, vol. 55(3), september 2016.

18 Se Danmarks Nationalbank, Boligejere gældsætter sig hårdere i større byer, *Nyt fra Nationalbanken*, nr. 4, december 2016; Danmarks Nationalbank, Risiko for prisfald på ejerlejligheder i København, *Nyt fra Nationalbanken*, nr. 4, december 2016; Simon Juul Hviid, Tina Saaby Hvolbøl og Erik Haller Pedersen, Regionale aspekter på boligmarkedet, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 47-54, vol. 55(4), december 2016.

slutningen af opsvinget afdæmpet af flere faktorer: tiltagene til begrænsning af boliglån med afdragsfrihed og/eller variabel rente til låntagere med lav friværdis og høj gæld i forhold til indkomsten, et øget boligudbud via nybyggeri og muligvis også aftalen om den fremtidige boligbeskatning fra 2017.¹⁹

I sine anbefalinger omkring finanspolitik lagde Nationalbanken fra midten af 2010'erne vægt på at få ført de offentlige finanser fra et stimulerende til et neutralt niveau ved at bringe den strukturelle saldo i balance over en årrække. Konjunkturopsvinget i den anden halvdel af 2010'erne blev understøttet af lave renter, og med begrænsede ledige ressourcer i økonomien var der ikke behov for ekspansive finanspolitiske tiltag af hensyn til konjunkturen.²⁰

Højkonjunkturen efterlod Danmark med en økonomi, hvor der ikke var blevet opbygget betydelige ubalancer, og hvor såvel ledigheden som den offentlige gæld var lav, se figur 8.5 og 8.6. Det gav et godt udgangspunkt for den økonomiske politik, da dansk og international økonomi blev ramt af coronapandemien i 2020.

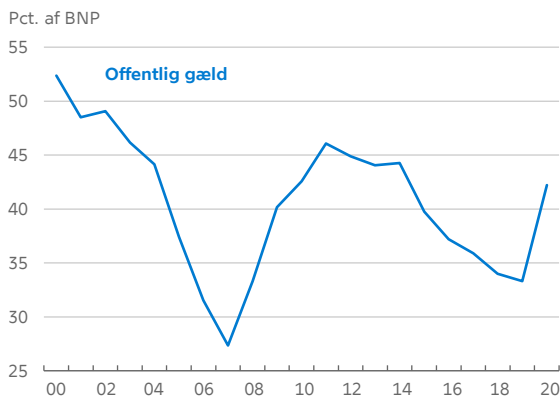
Om bekymringen for boligprisudviklingen i København

”Prisen på ejerlejligheder i København er høj i forhold til indkomst- og renteniveau, og der er en risiko for, at prisudviklingen er drevet af selvopfyldende forventninger (...). Det gør det københavnske boligmarked sårbart over for pludselige rentestigninger. Der er dermed stor risiko for, at en fortsættelse af de seneste års reale prisstigninger vil blive efterfulgt af tilsvarende prisfald (...).”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Lars Rohde i forbindelse med offentliggørelsen af Nationalbankens *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2016, pressemeddelelse, 7. december 2016.

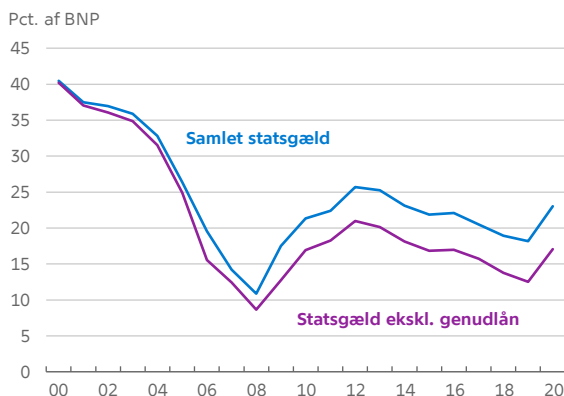
- 19 Se side 8-9 i Danmarks Nationalbank, *Dansk økonomi bevæger sig længere ind i højkonjunkturen*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 7, marts 2019; side 4 i Danmarks Nationalbank, *Lidt lavere vækst i de kommende år*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 20, september 2019.
- 20 Se side 32 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2015*; side 34 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 2. kvartal 2015*; side 31 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 3. kvartal 2015*; side 33 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 4. kvartal 2015*; side 37-38 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2016*; side 31 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 2. kvartal 2016*; side 31-32 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 3. kvartal 2016*; side 39 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 4. kvartal 2016*; side 1-3 i Danmarks Nationalbank, *Balanceret fremgang i dansk økonomi*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 5, marts 2017; side 2 i Danmarks Nationalbank, *Solidt opsving med øget pres på arbejdsmarkedet*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 16, september 2017; side 1-3 i Danmarks Nationalbank, *Moderat højkonjunktur i de kommende år*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 3, marts 2018; side 1-2 og 4 i Danmarks Nationalbank, *Højkonjunktur uden tegn på ubalancer*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 15, september 2018; side 1 og 4-5 i Danmarks Nationalbank, *Dansk økonomi bevæger sig længere ind i højkonjunkturen*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 7, marts 2019; side 1-2 og 5 i Danmarks Nationalbank, *Lidt lavere vækst i de kommende år*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 20, september 2019.

Lav offentlig gæld ved indgangen til 2020 Figur 8.5



Anm.: Offentlig gæld. ØMU-gæld.
 Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Lav statsgæld ved indgangen til 2020 Figur 8.6

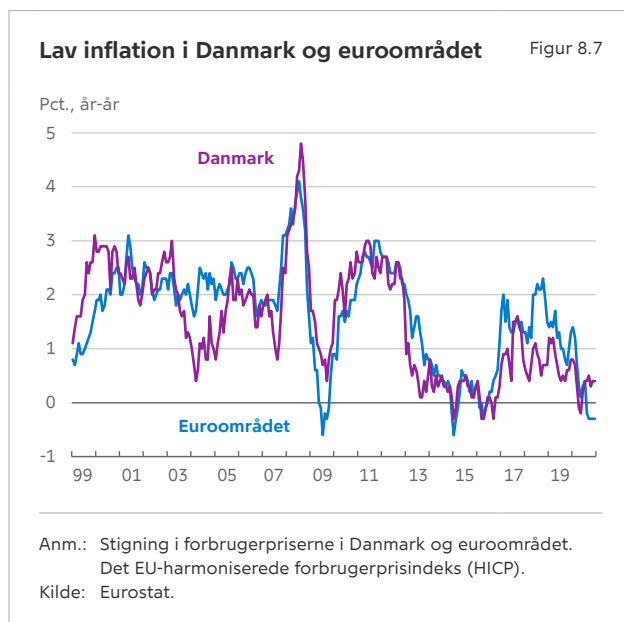


Anm.: Samlet statsgæld er opgjort som indenlandsk og udenlandsk statsgæld fratrullet værdien af statens indestående i Nationalbanken, aktiver i statslige fonde, statens beholdning af obligationer til finansiering af almene boliger og statens modtagelse af sikkerhedsstillelse i forbindelse med rente- og valutaswaps. Statslige fonde omfatter Den Sociale Pensionsfond (2000-2020), Finansieringsfonden (2005-2007), Højteknologifonden (2005-2013), Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse (2007-2020) og Danmarks Innovationsfond (2014-2020).

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, diverse udgaver; Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Lav inflation – men ikke deflation

Den konsekvente fastkurspolitik over for euroen afspejlede sig tydeligt i den danske inflationsudvikling, som fulgte udviklingen i inflationen i euroområdet tæt, se figur 8.7. For euroområdet havde Den Europæiske Centralbank, ECB, som mål at holde inflationen under men tæt på 2 pct. om året på mellemlangt sigt, og for perioden 2005-20 blev inflationen i gennemsnit på omkring 1,5 pct. om året i såvel Danmark som euroområdet.



Om fastkurspolitik og prisstabilitet

”Den danske centalkurs kan 12. januar 2017 fejre 30-års-jubilæum, og set i bakspejlet har fastkurspolitikken vist sig at være endog meget modstandsdygtig trods økonomiske og finansielle kriser undervejs. Målet med den danske pengepolitik er kort sagt at sikre stabile priser, og det har fastkurspolitikken været med til at levere. Den stabile værdi af kronen er dermed vigtig for almindelige danskeres økonomi og virksomhedernes muligheder for at planlægge fremtiden.”

Citat fra Danmarks Nationalbank, Dansk fastkurspolitik: 30 år med uændret centalkurs, *Danmarks Nationalbank Nyt*, nr. 1, januar 2017.

I en stor del af 2010'erne var inflationen i såvel euroområdet som mange andre lande lavere end centralbankernes målsætning på trods af en lempelig pengepolitik med lave eller negative renter, ekstraordinære lånefaciliteter, opkøb af obligationer mv. Risikoen for vedvarende fald i det generelle prisniveau (deflation) blev dog undgået. De korte perioder med svagt negative årlige stigningstakter i forbrugerprisindekset kunne henføres til udsving i især fødevarer- og energipriser. Der var heller ikke tegn på forventninger om deflation blandt husholdninger, professionelle investorer eller i de langsigtede inflationsforventninger, som kunne udledes fra priserne på finansielle produkter som fx inflationsindekserede obligationer og swaps.²¹

Lønstigningerne var også lave i 2010'erne, men de var i størstedelen af perioden højere end prisstigningerne, så der var fremgang i lønningernes købekraft (reallønnen), se figur 8.8. Tendensen til lavere nominelle lønstigninger så man også på en række af Danmarks eksportmarkeder. Nationalbankens analyser viste, at de lave nominelle lønstigninger i Danmark bl.a. havde baggrund i den svage prisudvikling. Hertil kom mere smidige strukturer på arbejdsmarkedet som følge af en lavere gennemsnitlig kompensationsgrad ved ledighed og en markant stigning i anvendelsen af arbejdskraft fra andre lande. Det bidrog til at dæmpe lønstigningerne i perioder med øget kapacitetspres i økonomien. Globale værdikæder og større samhandel med lavtlønslande som fx Kina bidrog ligeledes til at dæmpe lønstigningstakten i Danmark.²²

Den meget direkte sammenhæng mellem ledighedsprocent og lønstigningstakt, som man kendte det fra den anden halvdel af 1970'erne og 1980'erne, var derimod mindre tydelig.²³ Det havde den været i hele perioden siden midten af 1990'erne, hvor arbejdsmarkedet var blevet mere fleksibelt og inflationsforventningerne lave og stabile. Det betydelige fald i den strukturelle ledighed²⁴ havde gjort den faktiske ledighedsprocent til en dårlig indikator for lønpresset i dansk økonomi. Der var nu en bedre sammenhæng mellem lønstigningstakt og ledighedsgabet opgjort som forskellen mellem faktisk og strukturel ledighed.

21 Se Ester Hansen, Morten Hedegaard Rasmussen og Jonas Staghøj, Prisdannelsen i Danmark, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 45-60, vol. 52(3,1), september 2013; Anne Ulstrup Mortensen og Jonas Staghøj, Faldende olie- og forbrugerpriser, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 51-66, vol. 54(1), marts 2015; Kim Abildgren og Andreas Kuchler, Revisiting the inflation perception conundrum, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 144, november 2019; Jakob Feveile Adolfsen, Mikkel Bess og Jesper Pedersen, Realrenter påvirkes af inflationsforventninger, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 19, oktober 2020.

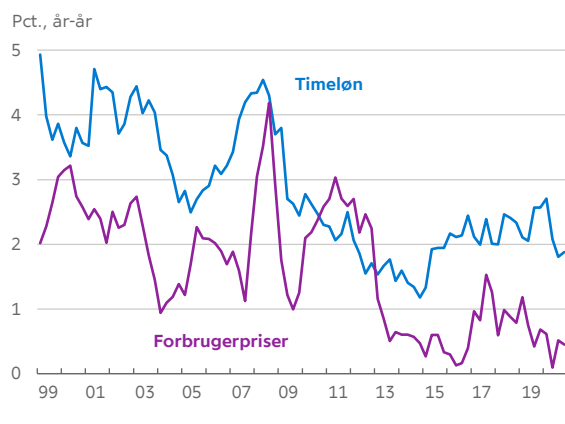
22 Se Peter Beck Nellesmann og Karoline Garm Nissen, Globale værdikæder, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 67-74, vol. 55(1), marts 2016; Mark Strøm Kristoffersen, Geografisk jobmobilitet og lønfleksibilitet, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 55-64, vol. 55(3), september 2016; Mark Strøm Kristoffersen, Hvorfor er de nominelle lønstigninger så lave?, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 10, juli 2018.

23 Ofte omtalt som en fladere Phillipskurve.

24 Det vil sige ledighedsniveau foreneligt med stabil pris- og lønudvikling.

Lønstigningerne var højere end prisstigningerne gennem det meste af 2010'erne

Figur 8.8



Anm.: Stigning i forbrugerpriser og timeløn. Timeløn i industrien.
 Kilde: Kim Abildgren, A Chart & Data Book on the Monetary and Financial History of Denmark, *Working Paper*, maj 2017 (efterfølgende opdateret).

Fra udlandsgæld til udlandsformue

Danmark havde bortset fra et enkelt år haft overskud på betalingsbalancens løbende poster hvert eneste år siden 1990, og i anden halvdel af 2000'erne gik Danmark fra at være en debitor- til en kreditornation, se figur 8.9.²⁵ Det store overskud på betalingsbalancen i 2010'erne kom i fokus i forbindelse med såvel IMF's overvågning af betalingsbalancer²⁶ som EU's overvågning af makroøkonomiske ubalancer²⁷.

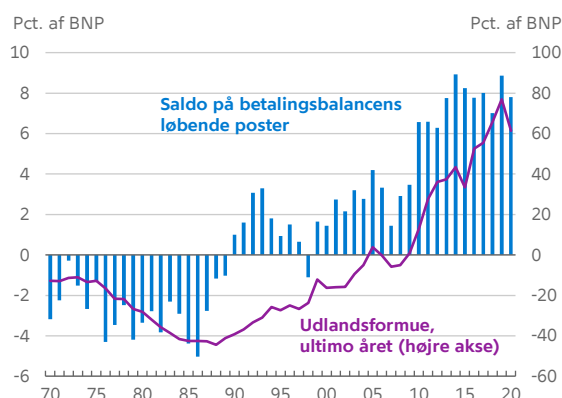
Set i et længere perspektiv afspejlede overgangen fra kroniske betalingsbalanceunderskud til årtier med overskud nogle grundlæggende ændringer i opsparingsadfærden i både den offentlige og den private sektor. Der var kommet fokus på holdbare offentlige finanser og opsparring til en fremtid med en aldrende befolkning, herunder via indbetalinger til arbejdsmarkedspensioner. Desuden blev opsparringstilbøjeligheden styrket af, at den skattemæssige værdi af rentefradrag var blevet reduceret fra et meget højt niveau.

25 Se Jannick Damgaard, Fra debitor- til kreditorland – en analyse af formueindkomsten, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 43-59, vol. 46(1), marts 2007.

26 Se boks 1 i Deanie Marie Haugaard Jensen, Rasmus Mose Jensen, Casper Winther Nguyen Jørgensen og Paul Lassenius Kramp, Kronekursen har kun beskeden indflydelse på betalingsbalancen, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 2, januar 2019.

27 Se side 98 i Kim Abildgren og Sune Malthe-Thagaard, En sammenligning af ERM-krisen i begyndelsen af 1990'erne med de senere års finans- og statsgældskrise i Europa, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 83-101, vol. 51(4,1), december 2012.

Danmark gik fra at være en debitor- til en kreditornation i slutningen af nullerne Figur 8.9



Anm.: Betalingsbalance og udlandsformue.
 Kilde: Kim Abildgren, A Chart & Data Book on the Monetary and Financial History of Denmark, *Working Paper*, maj 2017 (efterfølgende opdateret).

Omsvinget fra udlandsgæld til udlandsformue bidrog til det stigende overskud på betalingsbalancen i årene efter 2010, da renteudgifter blev afløst af formueindkomst. Nationalbankens analyser viste, at en del af de meget store overskud i 2010'erne var påvirket af den konsolidering, som både virksomheder og husholdninger gennemførte efter finanskrisen.²⁸

Det store overskud på betalingsbalancen gav god plads til import under opsvinget i dansk økonomi i 2010'erne. Den store udlandsformue var også en faktor, som gav Danmark et gunstigt udgangspunkt for at håndtere tilbageslaget, da coronapandemien ramte dansk og international økonomi i 2020. Den store udlandsformue styrkede Danmarks kreditværdighed og bidrog dermed til lave statslige lånerenter.²⁹

28 Se Danmarks Nationalbank, Opsparing til alderdom bidrager til store overskud på betalingsbalancen, *Nyt fra Nationalbanken*, nr. 4, december 2015; Søren Lejsgaard Autrup, Paul Lassenius Kramp, Erik Haller Pedersen og Morten Spange, Betalingsbalance, udlandsformue og valutareserve, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 41-54, vol. 54(4), december 2015; Nationalbankens kommentarer til Det Økonomiske Råds diskussionsoplæg, efterår 2017, 10. oktober 2017; Danmarks Nationalbank, Danmarks store overskud er midlertidigt, *Danmarks Nationalbank Nyt*, nr. 10, november 2017; Casper Winther Nguyen Jørgensen, Paul Lassenius Kramp og Anne Ulstrup Mortensen, Ekstraordinært stort overskud på betalingsbalancen er midlertidigt, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 20, november 2017.

29 Se Kim Abildgren og Casper Ristorp Thomsen, Makroøkonomiske faktorer bag udviklingen i lange rentespænd over for Tyskland, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 7-23, vol. 52(1,2), marts 2013; Danmarks Nationalbank, Fra udlandsgæld til stor formue på ti år, *Danmarks Nationalbank Statistik (Danmarks udlandsformue)*, september 2018; side 1-2 i Danmarks Nationalbank, Dansk og international økonomi ramt af pandemi, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4. april 2020.

Om det store overskud på betalingsbalancen

”Betalingsbalanceoverskuddet er med 8-9 pct. af BNP meget stort. Der er således plads til at lade importen dække en del af efterspørgselsvæksten og til en lidt større lønstigningstakt til at tage noget af presset på arbejdsmarkedet. Det store overskud på betalingsbalancen er formentlig i et vist omfang midlertidigt og afspejler en høj grad af tilbageholdenhed i husholdningernes forbrug og dermed fortsat konsolidering.”

Citat fra *Nationalbankens kommentarer til Det Økonomiske Råds diskussionsoplæg*, efterår 2017, 10. oktober 2017.

Produktivitetsproblemet, som forsvandt

I begyndelsen af 2010'erne viste analyser – baseret på hovedtal fra nationalregnskabet – at Danmark siden midten af 1990'erne havde haft en svagere vækst i arbejdsproduktiviteten end andre OECD-lande. Det var bemærkelsesværdigt i lyset af, at Danmark lå pænt placeret i forhold til andre højtudviklede lande målt på en række af de parametre, der normalt blev anset som vigtige for produktivitsudviklingen. Omkostninger og juridiske forhindringer forbundet med at ansætte og afskedige medarbejdere lå under gennemsnittet i OECD, og Danmark var også blandt de industrilande, der anvendte flest ressourcer på uddannelse og forskning. Nationalbanken fandt det derfor vanskeligt umiddelbart at pege på et enkelt forhold, som kunne forklare den dårlige udvikling i den danske produktivitet.³⁰

I 2012 nedsatte regeringen en produktivitetskommission, som skulle kortlægge årsagerne til den svage produktivitsvækst i Danmark og komme med anbefalinger til tiltag, der kunne fremme produktiviteten.³¹ I sit høringsvar til kommissionen³² pegede Nationalbanken på, at vækst i produktiviteten ikke var den eneste kilde til velstandsfremgang. Den svage udvikling i produktiviteten siden midten af 1990'erne havde været sammenfaldende med en markant forbedring af bytteforholdet, en stigning i antallet af arbejdstimer pr. beskæftiget og stigende rente- og formueindkomster fra udlandet. Men Nationalbanken understregede også, at det ikke var sandsynligt, at forbedring af bytteforhold og øget indkomst fra udlandet fremover kunne kompensere fuldt ud for en fortsat svag produktivitsudvikling. Øget produktivitsvækst var derfor afgørende for den fremtidige

30 Se boks 3, *Udviklingen i produktiviteten i Danmark*, i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2010*; Asger Lau Andersen og Morten Spange, *Produktivitsudviklingen i Danmark*, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 41-56, vol. 51(1,1), marts 2012.

31 Se meddelelsen *Regeringen nedsætter produktivitskommission* fra Erhvervs- og Vækstministeriet, 20. marts 2012.

32 Se notatet *Forslag til Produktivitskommissionen*, 7. september 2012, offentliggjort på Produktivitskommissionens hjemmeside under *Centrale aktørers bidrag til debatten*, 22. oktober 2012. Produktivitskommissionens slutrapport, *Det handler om velstand og velfærd*, blev offentliggjort i marts 2014.

udvikling i dansk velstand. Nationalbanken fremhævede endvidere, at servicesektoren stod for en stor del af nedgangen i produktivitetsvæksten siden midten af 1990'erne. Det var derfor oplagt at have særligt fokus på, hvordan produktivitsudviklingen i serviceerhvervene – herunder den finansielle sektor – kunne forbedres, fx ved at se på konkurrenceforholdene.

Væksten i realt BNP siden 2009 blev opjusteret væsentligt ved de ekstraordinære revisioner af det danske nationalregnskab i 2016. Samtidig blev antallet af præsterede arbejdstimer nedjusteret. Dermed var produktiviteten steget markant mere, end det hidtil var antaget, og den danske produktivitetsvækst fremstod ikke længere som bemærkelsesværdig lav i en international sammenligning.

Om det danske produktivitetsmysterium

”Set under ét er det imidlertid svært at pege på et enkelt forhold, som forklarer den dårlige udvikling i den danske produktivitet. På flere af de områder, man traditionelt fremhæver som fremmede for produktiviteten, ligger Danmark oven i købet relativt pænt i en international sammenligning.”

Citat fra boks 3, *Udviklingen i produktiviteten i Danmark*, i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2010*.

Brexit og protektionisme

Ved en folkeafstemning i UK den 23. juni 2016 var der flertal for, at landet skulle forlade EU (brexit). Den øgede usikkerhed på de europæiske finansielle markeder forud for og efter afstemningen fik efterspørgslen efter kroner til at stige, og Nationalbanken intervenerede ved at købe valuta for i alt ca. 50 mia. kr. i maj og juni for at stabilisere kronekursen. Efterspørgslen efter kroner aftog dog betydeligt i dagene efter afstemningen, og det samme gjorde behovet for intervention.³³

Om brexit-afstemning og kronen

”Der er ikke grunde til, at den britiske beslutning om at forlade EU skulle påvirke kronens kurs over for euroen. Hvis der måtte komme et markeds-pres, vil Nationalbanken gøre det nødvendige for at fastholde kursen. Vi har de redskaber, der er brug for.”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Lars Rohde i forbindelse med det britiske afstemningsresultat, 24. juni 2016.

33 Se side 10 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2016*; side 11-20 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt – 3. kvartal 2016*.

EU og UK brugte efterfølgende flere år på at forhandle en aftale på plads om vilkårene for udmeldelsen. Det var en usikkerhedsfaktor i den internationale økonomiske situation, men den fik ikke nogen større selvstændig effekt på kronekursen.

UK forlod EU den 31. januar 2020. I udtrædelsesaftalen indgik en tidsbegrænset overgangsperiode frem til 31. december 2020. I slutningen af december 2020 blev Europa-Kommissionen og den britiske regering enige om en aftale om det fremtidige forhold mellem EU og UK, som trådte i kraft den 1. januar 2021.

Set i en større sammenhæng afspejlede debatten i forbindelse med brexit en global tendens til øget skepsis mod frihandel. I USA kom der fx fokus på bilaterale handelsunderskud og genforhandling af handelsaftaler under trusel af straffold. Fra 2018 indførte USA ad flere omgange straffold på import fra Kina, og Kina svarede igen med toldforhøjelser på amerikanske varer.³⁴

Fra Nationalbankens side blev det fremhævet, at en stor del af velstanden i såvel Danmark som mange andre lande var baseret på international samhandel, og at øget protektionisme kunne ramme den danske økonomi hårdt. Som en lille, åben økonomi var danske virksomheder og arbejdspladser i særlig grad afhængige af udenlandsk efterspørgsel efter danske varer og tjenester, og danske virksomheder og forbrugere efterspurgt i stort omfang varer, der var produceret i udlandet. Hvis international handel skulle baseres på bilaterale handelsaftaler, ville et lille land som Danmark stå svagt i forhandlinger med store samhandels partnere. Det var derfor vigtigt, at Danmark arbejdede aktivt for at understøtte frihandel og regelbaseret internationalt samarbejde med mulighed for at få indflydelse på fælles regler.³⁵

Fra udsigt til blød landing til coronapandemi

Nationalbanken forventede i sin prognose fra 2. halvdel af 2019, at væksten i dansk økonomi ville gå lidt ned i takt med udsigten til svagere vækst på eksportmarkederne. Men i kraft af en højkonjunktur uden opbygning af væsentlige ubalancer var der udsigt til en blød landing, hvor væksten stort set ville komme til at svare til økonomiens potentiale.³⁶

34 Se side 5 i Danmarks Nationalbank, Højkonjunktur uden tegn på ubalancer, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 15, september 2018; boks 3, *Handelskonflikten er taget til i 2019*, i Danmarks Nationalbank, Lidt lavere vækst i de kommende år, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 20, september 2019; Jens Vedelsdal Aurup, Jannick Damgaard og Mette Kanstrup Petry, Handelskonflikt forbedrer ikke USA's betalingsbalance, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 18, september 2019.

35 Se Deanie Marie Haugaard Jensen, Casper Winther Nguyen Jørgensen og Anders Farver Kronborg, Hvad driver den svage verdenshandel?, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 65-75, vol. 55(3), september 2016; side 40 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt – 4. kvartal 2016*.

36 Se side 1- 4 i Danmarks Nationalbank, Lidt lavere vækst i de kommende år, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 20, september 2019; *Nationalbankens kommentarer til Det Økonomiske Råds diskussionsoplæg efterår 2019*, 8. oktober 2019.

Dette billede ændrede sig brat, da Danmark og resten af verden blev ramt af coronapandemien.³⁷ Udbruddet af coronavirus begyndte i Kina, hvor smittespredningen for alvor tog fart i begyndelsen af 2020. Derefter spredte virusudbruddet sig hastigt til resten af verden i løbet af februar og marts. Det blev indledningen til en længere periode, hvor det var udviklingen i pandemien, som styrede dansk og international økonomi. I mange lande blev store dele af samfundet underlagt restriktioner og lukket delvist ned i flere omgange. Det skulle begrænse smittespredningen under de forskellige bølger af epidemien, så en overbelastning af sundhedsvæsenet kunne undgås.³⁸

I Danmark oplevede hoteller, restauranter, turisme og oplevelsesindustrien en markant tilbagegang. Andre dele af økonomien havde fordel af en forskydning af forbruget mod områder, der var underlagt færre restriktioner, fx supermarkeder, byggeriet og boligmarkedet. Det blev en dansk økonomi, som kørte i flere hastigheder, og hvor begrænsninger i udbuddet førte til undertrykt forbrug og høj opsparing.³⁹

Der blev gennemført store statslige hjælpepakker i Danmark for at holde hånden under beskæftigelse og virksomheder gennem de delvise nedlukninger i 2020, bl.a. ordninger med kompensation til virksomheder for udgifter til løn og faste omkostninger, forlængelse af betalingsfrister for moms og skat, statsgarantier for virksomheders banklån. Også i andre lande blev der gennemført omfattende finanspolitiske tiltag for at afbøde pandemiens negative effekt på økonomien.⁴⁰

Udbruddet af pandemien førte i foråret 2020 til kortvarig uro på de finansielle markeder med kraftige fald i olie- og aktiepriser, stigende risikopræmier og store udsving i obligationsrenter.⁴¹ Centralbanker i flere lande – herunder

37 Se Danmarks Nationalbank, Udsigt til gradvis genopretning af økonomien, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 12, juni 2020; Danmarks Nationalbank, Udsigt til moderat lavkonjunktur det næste års tid, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 18, september 2020; Danmarks Nationalbank, Smittespredning forsinker genopretningen, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 26, december 2020; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2020*.

38 Se Rasmus Bisgaard Larsen og Johannes Poeschl, How do non-pharmaceutical interventions affect the spread of COVID-19? A literature review, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 4, april 2021.

39 Se Svend Greniman Andersen, Nicolai Risager Christensen og Rasmus Mose Jensen, Høj opsparing under corona var drevet af restriktioner snarere end forsigtige forbrugere, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, februar 2021.

40 Se oversigten over tiltag i Niels Bartholdy, Helle Eis Christensen, Nicolai Risager Christensen, Thomas Pihl Gade og Rasmus Mose Jensen, Internationale økonomisk-politiske tiltag under covid-19-krisen, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 4, juni 2020; boks 1 om *Statslige likviditetsstøttende tiltag og kompensationsordninger* i Danmarks Nationalbank, Bankerne er klar til udløb af statslig likviditetsstøtte, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 10, april 2021.

41 Se Danmarks Nationalbank, Stabilisering af finansielle markeder efter covid-19-uro, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 11, juni 2020; Danmarks Nationalbank, Stabile finansielle markeder understøtter økonomi i lavkonjunktur, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 17, september 2020; Jens Skovsted Halsnæs, Jonas Ladegaard Hensch og Nastasija Loncar, Likviditeten i dansk realkredit var kortvarigt ramt af covid-19, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 22, november 2020.

den amerikanske centralbank og ECB – reagerede ved at øge bankernes adgang til likviditet og øge opkøb af stats- og virksomhedsobligationer. Desuden etablerede flere centralbanker gensidige swapaftaler for at sikre adgang til valuta.

I Danmark oprettede Nationalbanken i marts 2020 en række ekstraordinære udlånsfaciliteter for at sikre de pengepolitiske modparter adgang til likviditet i kroner, dollar og euro, hvis der skulle blive behov for det.⁴² Der kom også et forbigående pres i retning af en svækkelse af kronen over for euro, som gav Nationalbanken behov for at støtteopkøbe kroner i valutamarkedet for omkring 65 mia. kr. og hæve renten med 0,15 procentpoint. Presset på kronen var ikke udtryk for spekulationer om den danske fastkurspolitik eller synet på kronekursen men var afledt af den internationale uro.⁴³ Fra slutningen af marts stabiliserede de globale finansielle markeder sig forholdsvis hurtigt igen, godt understøttet af de markante pengepolitiske tiltag fra de største centralbankers side og de generelt lempelige finansielle vilkår.

Foråret 2020 var en periode præget af uro på de finansielle markeder og en pludselig og markant forøgelse af statens forventede finansieringsbehov. Der opstod derfor behov for at tage flere finansieringskilder i brug i statens låntagning.⁴⁴ Men da Danmark kom ind i krisen med sunde offentlige finanser og lav statsgæld, var der efter Nationalbankens opfattelse finanspolitisk råderum til de massive lempelser, uden at der opstod tvivl om holdbarheden af de offentlige finanser. Nationalbanken understregede dog også, at tiltagene burde være midlertidige, så erhvervsdynamikken og mobiliteten på arbejdsmarkedet ikke led skade.⁴⁵

42 Se pressemeddelelsen *Nationalbanken fastholder rentesatser og udbyder ekstraordinær udlånsfacilitet* fra Danmarks Nationalbank, 12. marts 2020; pressemeddelelsen *Nationalbanken har indgået swaftale om dollar med Federal Reserve* fra Nationalbanken, 19. marts 2020; pressemeddelelsen *Renteforhøjelse og udvidelse af den ekstraordinære udlånsfacilitet* fra Danmarks Nationalbank, 19. marts 2020; pressemeddelelsen *Nationalbanken og ECB genaktiverer swaftale for at tilføre eurolikviditet* fra Danmarks Nationalbank, 20. marts 2020.

43 Værdien af dollarinvesteringer faldt betydeligt i marts 2020. Dermed faldt danske pensions-selskabers og andre investorerers behov for afdækning af aktiver i dollar via salg af dollar på termin. De valgte derfor at købe nogle af de solgte dollar tilbage mod at sælge kroner. I marts gav reduktionen af forsikrings- og pensionssektorens dollarafdækning anledning til et salg af kroner på 61 mia. kr., se Danmarks Nationalbank, Kurstab på dollaraktiver medvirkede til pres på kronen, *Danmarks Nationalbank Nyt*, nr. 7, juli 2020; Asger Munch Grønlund og Lars Risbjerg, Pressure on the Danish krone in times of crisis, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 11, juli 2020.

44 Herunder aktivering af statens kortfristede låneprogrammer i fremmed valuta, se Danmarks Nationalbank, Staten har et godt udgangspunkt for at finansiere corona-relaterede udgifter, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 6, april 2020; Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld 2020*.

45 Se *Nationalbankens kommentarer til Regeringens ekspertudvalgs anbefalinger*, 27. maj 2020; pressemeddelelsen *Udsigt til moderat lavkonjunktur* fra Danmarks Nationalbank, 23. september 2020.

Da den første nedlukning i Danmark kom i marts 2020, stod Nationalbanken foran offentliggørelse af sin halvårlige prognose for udviklingen i dansk økonomi. Den måtte udskydes. Såvel smittefaren som tiltagene til at inddæmme den førte til adfærdsændringer hos husholdninger og virksomheder, som ikke gjorde det muligt at skønne over den økonomiske udvikling ved hjælp af traditionelle makroøkonomiske modeller bygget på erfaringer fra de seneste årtier uden lignende pandemier. I stedet valgte Nationalbanken i begyndelsen af april at offentliggøre en række mulige scenarier for den økonomiske udvikling. De illustrerede, at væksten i realt BNP for året 2020 som helhed kunne blive mellem -3 og -10 pct.⁴⁶ Corona-pandemien gav Nationalbanken behov for at udvikle nye indikatorer og værktøjer til at overvåge dansk økonomi⁴⁷, og fra juni 2020 vendte Nationalbanken tilbage med egentlige prognoser for dansk økonomi.

Ved udgangen af 2020 var det stadig usikkert, hvordan udrulningen af vacciner mod coronavirus ville understøtte genopretningen af såvel dansk som international økonomi. Det var ligeledes uvist, om coronapandemien ville sætte mere permanente spor i økonomiens strukturer, fx i forhold til forbrugsmønstre, globale forsyningskæder og digitalisering.

Om at have råd til corona

”De offentlige finanser er forringet af hjælpepakker, mere generelle økonomiske tiltag og øgede udgifter til sygdomstest og sygdomsbekæmpelse. Samtidig er de sædvanlige finanspolitiske spilleregler midlertidigt suspenderet. Nationalbanken deler formandskabets vurdering af, at budgetsituationen i lyset af de sunde offentlige finanser i udgangspunktet ikke aktuelt giver anledning til bekymring.”

Citat fra *Nationalbankens kommentarer til Det Økonomiske Råds diskussionsoplæg*, efterår 2020, 20. oktober 2020.

46 Se Danmarks Nationalbank, Dansk og international økonomi ramt af pandemi, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4, april 2020.

47 Se Danmarks Nationalbank, Samlet kortomsætning tilbage på 2019-niveau, *Danmarks Nationalbank Statistik (Betaling)*, juni 2020; Danmarks Nationalbank, Nye værktøjer til vurdering af økonomien, *Danmarks Nationalbank Nyt*, nr. 6, juli 2020; Adrian Michael Bay Schmith, Rasmus Rold Sørensen og Morten Werner, Brug af input-output-metoder og højfrekvente indikatorer ved vurdering af BNP-udviklingen i 2020, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 12, juli 2020; Danmarks Nationalbank, Øget usikkerhed reducerer investeringslysten under covid-19, *Danmarks Nationalbank Nyt*, nr. 8, november 2020; Erik Grenestam og Adrian Michael Bay Schmith, A factor model approach to nowcasting Danish GDP, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, marts 2021; Mikkel Bess, Erik Grenestam, Alessandro Tang-Andersen Martinello og Jesper Pedersen, Uncertainty and the real economy: Evidence from Denmark, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 165, november 2020.

Konter og digitale detailbetalinger

Danskernes brug af betalingsmidler ændrede sig markant i årene efter årtusindskiftet. Omfanget af digitale betalinger med kort – og senere med mobiltelefon – steg kraftigt på bekostning af konter.

Fremgangen i de nye digitale betalingsmåder blev understøttet af moderniseringer af de bagvedliggende it-systemer i et samarbejde mellem den finansielle sektor og Nationalbanken. I 2014 blev det muligt at foretage straksoverførsler fra en bankkonto til en anden bankkonto. Dermed blev det fx muligt at købe bil søndag formiddag og betale med det samme, så bilforhandleren trygt kunne udlevere nøglerne.

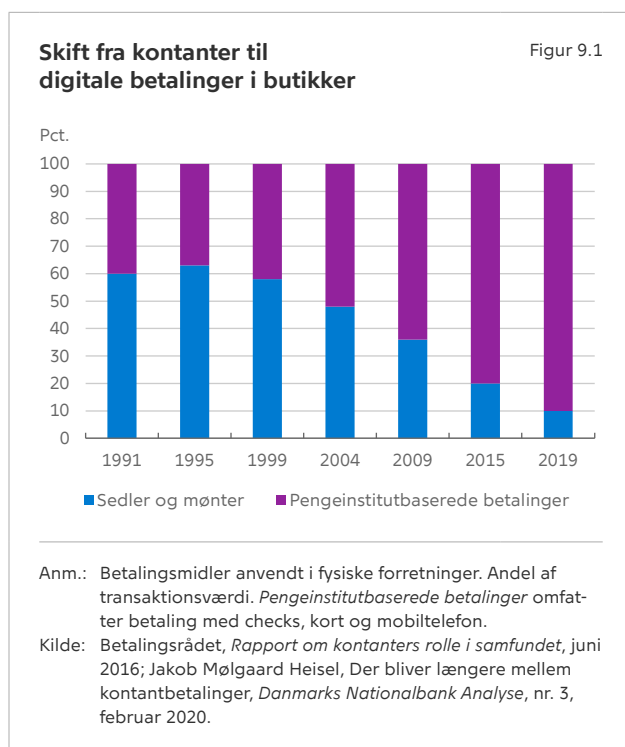
Den ændrede brug af konter har også fået betydning for Nationalbankens opgave med at udstede sedler og mønter. Lige siden sin oprettelse i 1818 har Nationalbanken stået for at udstede sedler og fra 1975 også mønter. Med det betydelige fald i brugen af konter i årene efter 2005 var det efterhånden ikke længere økonomisk forsvarligt at fremstille nye sedler og mønter internt i Nationalbanken. I 2014 blev det derfor besluttet at afvikle produktionen og overgå til køb fra eksterne leverandører. Det er dog stadig Nationalbanken, som står for at designe og udstede konter i Danmark, selvom fremstillingen er blevet udliciteret.

Der kom debat om, hvorvidt centralbanker burde udstede et digitalt supplement eller alternativ til fysiske sedler og mønter. Nationalbanken offentliggjorde sin første analyse af emnet i 2017. Her var konklusionen, at det var vanskeligt at se behovet for eller fordelene ved digitale centralbankpenge til detailbrug i et land som Danmark, der har en velfungerende og moderne betalingsinfrastruktur. I Danmark kunne borgere og virksomheder allerede gennemføre hurtige og sikre digitale betalinger med de betalingsløsninger, som pengeinstitutterne tilbød. Det var derfor vigtigt fortsat at følge udviklingen og udarbejde yderligere analyser.

Nye digitale betalingsvaner

I årene efter årtusindskiftet skete der betydelige ændringer i danskernes brug af betalingsmidler i den fysiske detailhandel, se figur 9.1.¹ Omfanget af digitale betalinger steg markant på bekostning af betaling med sedler og mønter. I 2019 tegnede kontanter sig kun for 10 pct. af omsætningen mod knap 50 pct. i 2004. Og det var blandt alle aldersgrupper, at kontanter fyldte mindre, når der skulle betales for varer og tjenesteydelser i butikkerne.

Bortset fra sedler forsvandt de sidste rester af papirbaserede betalingsmidler helt fra butikkerne.² Systemet med dankortbetaling via papirnotaer og mekaniske betalingsterminaler (fluesmækkere) blev afskaffet allerede ved udgangen af 2007, og papirchecken – som i 2004 blot tegnede sig for omkring 2 pct. af betalingerne i detailhandelssektoren – blev i praksis helt udfaset i 2016.



1 Se Johan Gustav Kaas Jacobsen og Søren Truels Nielsen, *Betalingsvaner i Danmark*, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 74, september 2011; Victor Gørtz Smestad, *Danske husholdninger fravælger kontantbetalinger*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 24, december 2017; Jakob Mølgaard Heisel, *Der bliver længere mellem kontantbetalinger*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 3, februar 2020.

2 Se side 120-121 i Kim Abildgren, *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls, 2018.

Til gengæld var der innovation i de digitale betalingsmuligheder baseret på indeståender i pengeinstitutter. Der kom nye betalingsløsninger baseret på mobiltelefon, fx MobilePay (2013), det mobile Dankort (2017), Apple Pay (2017) og Google Pay (2018).³ De gjorde det muligt at gennemføre kortbetalinger uden brug af fysiske betalingskort.⁴

Om faldet i brugen af kontanter

"I årtier har kontanter haft en vigende betydning, efterhånden som alternativerne er blevet flere og stadig mere smarte. Først dankortet, så MobilePay (...), så det kontaktløse dankort (...). Balancen mellem kortbetalinger og kontanter tippede i 00'erne, og siden har betalingskort været det dominerende betalingsmiddel."

Citat fra nationalbankdirektør Per Callesens kronik *Den kommende kamp om kontanterne*, Jyllands-Posten, 24. juni 2016.

I 2014 blev det muligt at foretage kontaktløse betalinger med Mastercard og VISA-kort.⁵ I 2015 blev der også indført kontaktløse Dankort, og i 2020 understøttede alle kortterminaler i forretningerne kontaktløse betalinger. Nu kunne man blot holde sit kort hen foran en kortlæser frem for at stikke kortet i terminalen, og ved små beløb behøvede man kun at indtaste pin-kode efter et vist antal betalinger. De kontaktløse betalinger bidrog til at reducere det i forvejen lave kortmisbrug, da de gjorde det vanskeligere for kriminelle at aflure pinkoden.⁶

Danskerne var hurtige til at tage de nye betalingsmuligheder til sig. Fra MobilePay blev lanceret, gik der kun ca. 3 år, før mobilbetalingsløsningen havde nået 3 mio. brugere. Da Dankortet blev lanceret i 1984, tog det over 15 år at nå det samme antal brugere.⁷

3 Se side 6 i Marcus Clausen Brock og Jakob Mølgaard Heisel, Danmark er blandt de mest digitaliserede lande på betalingsområdet, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 2, februar 2022.

4 Med MobilePay var det også muligt at foretage direkte kontooverførsler til andre personer.

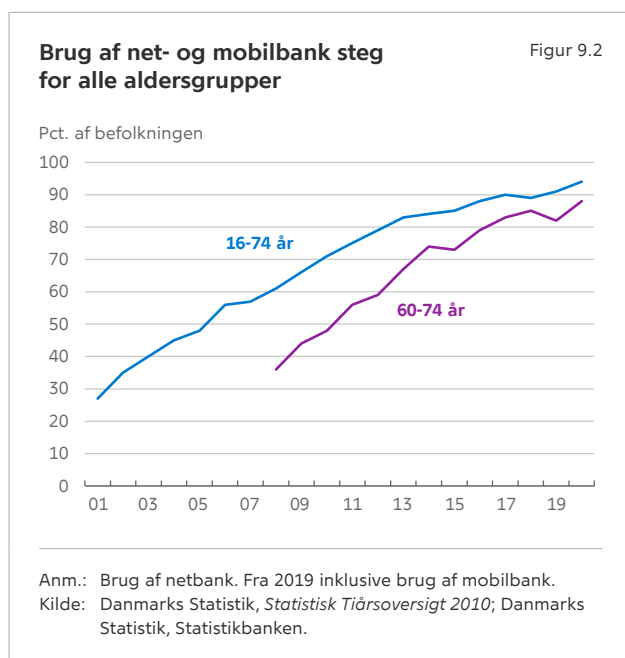
5 Se side 7 i Finans Danmark, *Bankerne viser vejen for digitaliseringen i Danmark*, december 2021.

6 Se Danmarks Nationalbank, Danskerne er blevet kontaktløse betalere, *Danmarks Nationalbank Statistik (Betalinger)*, december 2019; Jakob Mølgaard Heisel og Stefan Bak Pedersen, Danskerne betaler fortrinsvist elektronisk, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 15, september 2020; Danmarks Nationalbank, Danskerne betaler kontaktløst, *Danmarks Nationalbank Statistik (Betalinger)*, maj 2021.

7 Se Lindis Oma, Danskerne er mestre i at betale elektronisk, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 6, marts 2017.

Netbankerne slog også for alvor igennem. I 2005 var det under 50 pct. af den voksne befolkning, som benyttede sig af en netbank. I 2020 brugte omkring 95 pct. net- eller mobilbank, og for personer i aldersgruppen 60-74 år var andelen næsten oppe på 90 pct., se figur 9.2.

Den øgede digitalisering på betalingsområdet blev understøttet af en række initiativer til digitalisering af den offentlige sektor. Allerede i 2003 blev der indført krav om, at alle borgere og virksomheder skulle have en NemKonto i et pengeinstitut, så betalinger fra det offentlige (fx SU eller overskydende skat) kunne ske digitalt.⁸ Og i 2010 blev den fælles digitale identifikationsløsning – NemID – lanceret. NemID blev udviklet på baggrund af en aftale mellem bankerne og den offentlige sektor og kunne fungere som ét fælles login til både offentlige og private selvbetjeningsløsninger, fx netbank.⁹



8 Se lov nr. 1203 om offentlige betalinger m.v. af 27. december 2003; side 127 i Danmarks Nationalbank, *Betalingsformidling i Danmark*, 2005.

9 Fra 2021 blev NemID gradvist afløst af MitID med højere digital sikkerhed, se nyheden *Fra i dag bliver NemID til MitID* fra Digitaliseringsstyrelsen, 6. oktober 2021.

Om det offentliges aktive rolle i digitaliseringen af samfundet

"To facilitate digital interactions with public authorities each Dane has a personal e-ID to access services securely – NemID – ("easy-ID"), a mandatory bank account for transfers from authorities – NemKonto – ("easy account"), and a digital mailbox for letters and messages from the public sector – e-boks – ("e-box"). (...) Handling your tax business has also become digital. In March, all Danes get the result of the tax evaluation, and within a few days almost all Danes have checked out the result. In case you have paid too much tax, the authorities will automatically transfer money back to your personal bank account. Credit institutions and employers report the vast majority of tax information and deal with everything from capital to labour income, leaving you with maximum a few manual tax deductions to fill out online."

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale på konference hos SUERF, The European Money and Finance Forum, i New York, 16. oktober 2019.

Hurtigere betalinger for borgere og virksomheder

Fremgangen i de nye digitale betalingsmåder blev understøttet af moderniseringer af de bagvedliggende it-systemer, som alle banker direkte eller indirekte var koblet op på.

I forbindelse med udvalgsbehandlingen af lov om betalingstjenester i foråret 2009 anmodede Folketingets Erhvervsudvalg økonomi- og erhvervsministeren om at undersøge, hvorfor det tog længere tid at gennemføre betalinger i Danmark end i Nederlandene og Storbritannien. I maj 2009 bad økonomi- og erhvervsministeren derfor Nationalbanken om at varetage formandskabet i en arbejdsgruppe, som skulle analysere afviklingstiderne for nationale betalingsoverførsler i Danmark. Arbejdsgruppen havde ved sin oprettelse deltagelse af Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finanstilsynet, Finansministeriet, Økonomistyrelsen, IT- og Telestyrelsen, Finansrådet, Forbrugerrådet, Dansk Industri, Dansk Erhverv, Håndværksrådet og det daværende PBS.

Arbejdsgruppens analyser gav anledning til formulering af et større projekt med en række konkrete tiltag, som skulle gøre det hurtigere for borgere og virksomheder at gennemføre betalinger. Projektet blev gennemført i årene 2012-14 i et samarbejde mellem den finansielle sektor og Nationalbanken.¹⁰

10 Se Arbejdsgruppen om nationale betalingsoverførsler, *Rapport om nationale betalingsoverførsler i Danmark*, januar 2010; Jesper Bakkegaard, Tommy Meng Gladov og Anders Mølgaard Pedersen, Afviklingstider for betalinger i Danmark, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 97-105, vol. 50(2,1), juni 2011; Arbejdsgruppen om nationale betalingsoverførsler, *Rapport om nationale betalingsoverførsler i Danmark*, januar 2012; pressemeddelelsen *Modernisering af danske betalinger* fra Danmarks Nationalbank, 27. januar 2012; Jakob Mygind Korsby og Peter Toubro-Christensen, Hurtigere betalinger i Danmark, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 87-93, vol. 51(3,1), september 2012; Morten Fremmich Andresen og Lars Egeberg Jensen, Straksoverførsler af penge i Danmark, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 81-89, vol. 53(3), september 2014; Anders Tofthøj Andersen og Tommy Meng Gladov, De første erfaringer med straksoverførsler, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 79-84, vol. 54(1), marts 2015.

Et særligt bemærkelsesværdigt resultat af projektet var, at det i november 2014 blev muligt at foretage straksoverførsler fra en bankkonto til en anden bankkonto (straksclearing eller straksafvikling). Hermed kunne der alle døgnetimer året rundt overføres beløb op til en vis størrelse (højst 500.000 kr.) via netbank, som var til rådighed for modtageren, få sekunder efter at betalingen blev iværksat. Så nu var det fx muligt at købe en bil søndag formiddag og betale via en straksoverførsel, så bilforhandleren trygt kunne udlevere nøglerne med det samme.

Projektet resulterede også i hurtigere afvikling af dankortbetalinger i weekenden og mulighed for på hverdage at gennemføre konto til konto-overførsler via fx net- og mobilbank inden for samme dag uanset beløbsstørrelse. Tidligere tog det normalt én dag at gennemføre digitale betalinger, og i forbindelse med weekender og helligdage kunne der gå flere dage. Hvis en borger fx foretog en konto til konto-overførsel i sin netbank tirsdag formiddag, blev beløbet hævet på betalers konto samme dag. Beløbet blev overført fra betalers bank til modtagers bank natten mellem tirsdag og onsdag, så modtageren først havde adgang til beløbet på sin konto onsdag morgen. Hvis borgeren foretog konto til konto-overførslen i sin netbank sent tirsdag aften, ville beløbet først blive indsat på modtagers konto om torsdagen, og hvis overførslen skete sent fredag aften, ville beløbet først være til rådighed for modtageren den kommende tirsdag.

Ret til betalingskonto for socialt udsatte og lempelse af kontantreglen i butikker

På en række områder blev lovgivningen ændret som konsekvens af udviklingen mod et mere kontantløst samfund domineret af digitale betalinger, bl.a. for at sikre, at socialt udsatte havde adgang til en bankkonto som den øvrige befolkning.

I april 2015 vedtog Folketinget ved lov¹¹, at pengeinstitutterne mod et vist maksimalt årligt gebyr havde pligt til at tilbyde alle privatkunder en basal indlånskonto med et tilknyttet hævekort eller debetkort med saldokontrol og med mulighed for at gennemføre betalinger. Tidligere fulgte det alene af reglerne om god skik, at et pengeinstitut normalt ikke kunne nægte at oprette en almindelig indlånskonto til privatkunder, hvor der kunne haves og indsættes kontanter og modtages overførsler, og der var ikke regler for opkrævning af gebyrer for en sådan konto.¹²

I april 2016 vedtog Folketinget endvidere,¹³ at alle forbrugere skulle have mulighed for at få adgang til en basal betalingskonto i et pengeinstitut

11 Som opfølgning på en henstilling udstedt af Europa-Kommissionen den 18. juli 2011 om borgeres adgang til en konto med visse basale funktioner (2011/442/EU).

12 Se side 3 i *Rapport om adgang til indlånskonti på fair og rimelige vilkår* fra Finanstilsynet, 2014; side 10 i *Betalingsrådet, Årsberetning 2014*.

13 Som følge af EU's PAD-direktiv (2014/92/EU) om bl.a. adgang til betalingskonti med basale funktioner.

(enten vederlagsfrit eller mod et rimeligt gebyr) med flere tilknyttede funktioner end en basal indlånskonto, fx adgang til netbank og betalingservice.¹⁴

Fremgangen i digitale betalinger gav også anledning til, at den særlige kontantregel eller kontantpligt i dansk lovgivning kom op til diskussion.¹⁵ Kontantreglen blev oprindeligt indført med betalingskortloven i 1984 i forbindelse med introduktionen af Dankort. Reglen indebar, at fysiske forretninger som hovedregel ikke kunne afvise kontanter. Det skulle sikre, at der var konkurrence til Dankort, og at der også fremover kunne betales med kontanter i alle forretninger trods udbredelse af kortbetalinger.

Da kontantreglen blev indført, gjaldt forbuddet mod at afvise kontantbetalinger alene inden for normal åbningstid. I 2000 blev det udvidet til hele forretningens åbningstid. Til gengæld blev det slået fast, at forretninger ikke var forpligtede til at tage imod kontantbetalinger ved fjernsalg eller i ubemandede selvbetjeningsmiljøer.¹⁶

Pligten til at modtage kontanter blev kritiseret fra butikkernes side, fordi kontanter var omkostningskrævende at håndtere og forbundet med risiko for røveri. Fra forbrugersiden blev det derimod påpeget, at kontanter – som var helt teknologifrie i betalingssituationen – stadig spillede en særlig rolle for visse grupper i samfundet, især ældre borgere, borgere med handicap, socialt udsatte og børn.

Kontantpligten blev fastholdt, men der blev med vedtagelsen af lov om betalinger i juni 2017 foretaget visse justeringer for at begrænse risikoen for røveri. Fra januar 2018 var bemandede forretninger således ikke længere forpligtede til at modtage kontanter i aften- og nattetimerne, hvor risikoen for røveri var størst.¹⁷

14 Se side 20 og 39-40 i Betalingsrådet, *Rapport om kontanters rolle i samfundet*, juni 2016. Banken kunne dog i visse tilfælde afslå at oprette en basal betalingskonto, fx hvis kunden allerede havde en betalingskonto i Danmark eller havde optrådt anstødeligt eller til gene for bankens øvrige kunder eller ansatte.

15 Se side 6-9 og 30 ff. i Betalingsrådet, *Rapport om kontanters rolle i samfundet*, juni 2016.

16 Se side 98 i Betalingsrådet, *Rapport om nye betalingsløsninger*, november 2013.

17 Anvendelsen af kontanter i butikker var ud over kontantreglen begrænset af det såkaldte kontantforbud i hvidvaskloven, der satte en generel grænse for størrelsen af kontantbetalinger, som erhvervsdrivende måtte modtage. Grænsen blev indført i midten af 2013 og var oprindeligt på 50.000 kr. (uanset om betalingen skete på en gang eller som flere indbyrdes forbundne betalinger), se lovforslag nr. L 164 om ændring af straffeloven, retsplejeloven og forskellige andre love (vedtaget af Folketinget ved 3. behandling den 3. juni 2013 og medtaget i lov nr. 634 om ændring af straffeloven, retsplejeloven og forskellige andre love af 12. juni 2013). Grænsen blev nedsat til 20.000 kr. pr. 1. juli 2021, se lovforslag nr. L 193 A om ændring af lov om en garantifond for skadesforsikringselskaber, lov om investeringsforeninger m.v., hvidvaskloven og forskellige andre love (vedtaget af Folketinget ved 3. behandling den 1. juni 2021). Før ændringen i 2013 var kontantforbuddet i hvidvaskloven noget smallere – det gik alene på, at forhandlere af genstande samt auktionsholdere ikke måtte modtage kontantbetalinger på 100.000 kr. eller derover, se lov nr. 117 om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask af udbytte og finansiering af terrorisme af 27. februar 2006. Før lovændringen i 2006 var der ikke et kontantforbud, men forhandlere af genstande og auktionsholdere kunne blive omfattet af hvidvaskloven, hvis de omsatte kontantbeløb oversteg 15.000 euro, se lov nr. 422 om ændring af lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvaskning af penge af 6. juni 2002.

Om lempelse af kontantreglen

”Politikerne skal snart tage stilling til en sag, der måske kan få folkelig interesse. Nemlig spørgsmålet om, hvorvidt danske butikker skal være forpligtet til at modtage kontanter – altså danske mønter og pengesedler.

Det spørgsmål har tidligere været oppe, og erfaringen er, at debatten lynhurtigt kan blive polariseret (...).

Men på den anden side, så bliver problemet næppe stort. Man må forvente, at butikkerne gerne vil betjene mennesker, som har gangbar mønt på lommen. De fleste butikker vil gerne have så mange kunder som muligt og størst mulig omsætning.

Vi har tiltro til, at kontanterne, uanset hvad, har en fremtid. Og vi går i øvrigt ind for, at betalinger i al almindelighed følger med tiden og den teknologiske udvikling.”

Citat fra nationalbankdirektør Per Callesens kronik i Jyllands-Posten, 24. juni 2016.

Oprettelse af Betalingsrådet for at fremme en sikker og velfungerende betalingsinfrastruktur

For at styrke de institutionelle rammer for udviklingen på detailbetalingsområdet nedsatte Nationalbanken Betalingsrådet i 2012. Rådet skulle fungere som forum for samarbejdet mellem alle parter involveret i borge-res og virksomheders betalinger og havde som formål at medvirke til at fremme effektiviteten og sikkerheden ved betalingerne. Endvidere skulle rådet bidrage til at tilvejebringe bedre statistik for betalinger i Danmark.¹⁸

Nationalbanken varetog formandskabet for Betalingsrådet og fungerede som sekretariat. Ud over Nationalbanken bestod rådet ved sin oprettelse af repræsentanter fra Dansk Erhverv, Dansk Industri, Erhvervs- og Vækstministeriet, Finansrådet, Forbrugerrådet, Håndværksrådet og Nets.¹⁹

Betalingsrådet drøftede en bred vifte af spørgsmål af betydning for den danske betalingsinfrastruktur samt brugen og udbuddet af betalingstjenester og -produkter, og rådets rapporter og anbefalinger blev sammen med anden information om rådet offentliggjort på Nationalbankens hjemmeside.

18 Se Danmarks Nationalbank, *Kommissorium for et dansk betalingsråd*, maj 2012.

19 Se Danmarks Nationalbank, *Betalingsrådets medlemmer maj 2012*.

Lavere samfundsøkonomiske omkostninger ved betalinger

De samlede samfundsøkonomiske omkostninger ved betalinger fra husholdninger til virksomheder i forbindelse med køb af varer og tjenester i Danmark faldt fra 1,0 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, i 2009 til 0,5 pct. af BNP i 2016, selvom antallet af betalinger steg med 16 pct. i samme periode. Betalinger fra husholdninger til virksomheder tegnede sig for mere end 80 pct. af det samlede antal betalinger i Danmark i 2016.²⁰

Opgørelsen af de samfundsøkonomiske omkostninger omfatter det samlede ressourceforbrug for de parter, som var involveret i betalingerne, dvs. både for betalingsformidlere (Nationalbanken, pengeinstitutter, kortselskaber, kon-tanthåndteringsselskaber, Nets mv.), forbrugere og forretninger. Ressourceforbruget omfatter bl.a. alle parters tidsforbrug eller lønomkostninger knyttet til betalinger, afskrivninger på pengeautomater, kasseapparater, it-systemer og kortterminaler, udgifter til dataforbindelser, omkostninger relateret til misbrug eller røveri samt materialeomkostninger ved produktion af kontanter og betalingskort. De samfundsmæssige omkostninger er et udtryk for, hvor mange ressourcer der på samfundsniveau går til betalinger på netto-basis. Omkostningerne inkluderer dermed fx ikke forbrugernes gebyrer for betalingskort eller de gebyrer, som en forretning betaler en kortindløser for at modtage kortbetalinger. Sådanne gebyrer er at betragte som en udgift for én part men en tilsvarende indtægt for en anden, så de udligner hinanden.

Faldet i de samfundsmæssige omkostninger ved betalinger fra 2009 til 2016 afspejlede lavere brug af ressourcer hos både betalingsformidlere, husholdninger samt forretninger og virksomheder, og ingen betalingsformer (kon-tanter, Dankort, internationale debetkort, internationale kreditkort, konto til konto-overførsler) var blevet dyrere for samfundet pr. betaling.

Om de samfundsøkonomiske omkostninger ved betalinger

”Det er en gevinst for samfundet, at de samfundsmæssige omkostninger ved betalinger er faldet. Det er glædeligt, at det også gælder for kontanter, som i 2016 var på niveau med debetkort. Nationalbanken forventer, at brugen af kontanter til at betale med vil fortsætte med at falde, men vi ser ikke et kontantløst samfund lige om hjørnet (...).”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Per Callesen i pressemeddelelsen *Betalinger mellem husholdninger og virksomheder er blevet markant billigere*, 24. september 2018.

20 Se Danmarks Nationalbank, *Omkostninger ved betalinger i Danmark*, november 2011; Betalingsrådet, *Baggrund til serie om omkostninger ved betalinger i Danmark*, september 2018; Betalingsrådet, *De samlede omkostninger ved betalinger i Danmark var 15,6 mia. kr. i 2016*, september 2018; Betalingsrådet, *Betalinger mellem husholdninger og virksomheder er blevet markant billigere*, september 2018; Danmarks Nationalbank, *Omkostninger ved betalinger er faldet*, *Danmarks Nationalbank Nyt*, nr. 5, september 2018.

Faldet i samfundets omkostninger ved betalinger fra 2009 til 2016 afspejlede flere forhold. Et forhold var skiftet i betalingsvaner fra kontanter til digitale betalinger og effektivisering af de digitale betalinger som følge af teknologisk udvikling. Et andet forhold var en reduktion af omkostningerne ved kontanthåndtering hos forretningerne og særligt hos bankerne, som i vid udstrækning havde udliciteret deres kontanthåndtering.

Udlicitering af seddel- og møntproduktionen efter fald i brugen af kontanter

Nationalbanken har lige siden sin oprettelse i 1818 stået for at udstede danske pengesedler. Oprindeligt var det private bogtrykkere, som stod for selve trykningen af sedlerne, men i 1918 overtog Nationalbanken selv trykningen. Efter overtagelsen af Den Kgl. Mønt fra staten i 1975 er det også Nationalbanken, som står for at udstede danske mønter.²¹

Med det betydelige fald i kontantanvendelsen i årene efter 2005 – samtidig med at kvaliteten af sedlerne blev bedre, så de holdt længere²² – var det efterhånden ikke længere økonomisk forsvarligt at fremstille nye sedler og mønter internt i Nationalbanken. I oktober 2014 blev det derfor besluttet at afvikle produktionen og overgå til køb fra eksterne leverandører, som det var tilfældet for centralbankerne i mange andre lande.²³ Det var dog stadig Nationalbanken, som designede og udstedte sedlerne og mønterne, selvom produktionen af dem blev udliciteret.

I 2015 og 2016 producerede Nationalbanken sedler og mønter til lager for at kunne imødekomme efterspørgslen efter kontanter, indtil eksterne leverandører var valgt via udbudsprocesser. Ved udgangen af 2016 lukkede Nationalbankens egen produktion af sedler og mønter ned.

I maj 2016 faldt valget af leverandør af danske mønter på Mint of Finland, som havde erfaring med produktion af mønter for flere lande i euroområdet.²⁴ Mint of Finland satte den første produktion af danske 20-kronemønter i gang i marts 2017.²⁵

21 Se side 117 og 123 i Kim Abildgren, *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls, 2018.

22 I 2017 var det vurderingen, at levetiden for en 50-kroneseddel var på omkring tre-fire år, mens en 1000-kroneseddel normalt holdt i mere end ti år, se Danmarks Nationalbank, *Den danske kontantforsyning*, september 2017.

23 Se Danmarks Nationalbanks pressemeddelelse *Nationalbanken tilpasser sig faldende efterspørgsel efter nye sedler og mønter*, 20. oktober 2014; side 15 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2014*; side 15 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2015*; side 13-14 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2016*; side 14 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2017*.

24 Se Mint of Finland, *Mint of Finland's story*, Mint of Finlands hjemmeside, 2021.

25 Se Danmarks Nationalbanks pressemeddelelse *Mint of Finland valgt til at producere danske mønter fra 2017*, 19. maj 2016; Danmarks Nationalbanks pressemeddelelse *Produktionen af danske mønter i Finland er begyndt*, 21. marts 2017; Danmarks Nationalbanks pressemeddelelse *Mint of Finland valgt til fortsat at producere danske mønter fra 2021*, 16. marts 2020.

Trykningen af sedler blev udliciteret til Oberthur Fiduciaire SAS i Frankrig i februar 2018.²⁶ Oberthur Fiduciaire SAS havde kunder i 70 lande og mange års erfaring med at trykke pengesedler, herunder til euroområdet.²⁷ De første danske pengesedler (nye 500-kronesedler med opgraderede sikkerhedselementer) blev leveret fra Oberthur Fiduciaire SAS i oktober 2020 og sat i omløb måneden efter.²⁸

Pengesedler på Færøerne og i Grønland

Nationalbanken har siden lov om pengesedler mv. på Færøerne af april 1949 fremstillet særlige færøske pengesedler med samme værdier som pengesedlerne i Danmark. Efter en udbudsproces blev Oberthur Fiduciaire SAS i 2019 ligeledes valgt som fremtidig leverandør af færøske sedler.²⁹

I juni 2007 trådte lov om pengesedler i Grønland i kraft. Loven gjorde det muligt at indføre særlige grønlandske pengesedler efter samme princip som de færøske sedler, og der blev igangsat et arbejde med forberedelse heraf. I januar 2010 fik Nationalbanken meddelelse fra regeringen om, at Landstinget ønskede en fornyet grønlandsk overvejelse vedrørende indførelse af særlige grønlandske pengesedler. Arbejdet med grønlandske pengesedler blev derfor sat i bero. I efteråret 2010 tilkendegav det grønlandske selvstyre, at det ikke ønskede, at der blev indført særlige grønlandske pengesedler. På den baggrund indstillede Nationalbanken arbejdet med at udvikle en grønlandsk seddelserie.³⁰

Fokus på sikkerhed i kontantforsyningen

I midten af 2000'erne kom kontanter i cirkulation ud til virksomheder og borgere via kontantcentre i en række pengeinstitutter, som havde indgået aftale med Nationalbanken om kontantdepoter. Nationalbanken forsynede kontantdepoterne med nye kontanter og modtog kassable sedler og mønter fra depoterne med henblik på destruktion. Det var så kontantcentrene, som sørgede for forsyningen af andre pengeinstitutter og detailhandlen i lokalområderne med kontanter og stod for sortering, optælling, kvalitetskontrol og recirkulation af brugte sedler og mønter.³¹ I 2006 var der i alt 12 kontantdepoter fordelt rundt omkring i Danmark hos 7 pengeinstitutter³².

26 Se Danmarks Nationalbanks pressemeddelelse *Ny leverandør af danske pengesedler er valgt*, 21. februar 2018

27 Se Antti Heinonen, *The first euros. The creation and issue of the first euro banknotes and the road to the Europa series*, Finlands centralbank, Suomen Pankki, og ECB, 2015.

28 Se Danmarks Nationalbanks pressemeddelelse *Nye udgaver af 500-kronesedlen på gaden*, 17. november 2020. Den opgraderede 500-kroneseddel kan ses på www.nationalbanken.dk i folderen *Nye udgaver af Danmarks pengesedler*, november 2020. Alle øvrige pengesedler udstedt af Nationalbanken siden 1818 (ekskl. nødpengesedler) er afbildet i appendiks i Kim Abildgren, *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls, 2018.

29 Se side 14 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2019*.

30 Se side 123 i Kim Abildgren, *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls, 2018.

31 Se side 243-245 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010.

32 Danske Bank, Nordea, Jyske Bank, Spar Nord, Sydbank, Sparekassen Thy samt Sparekassen Kronjylland. Endvidere var der ét depot på Grønland og to på Færøerne.

Efter nogle voldsomme røverier mod en række kontantcentre i 2007 og 2008 henvendte Nationalbanken sig til Rigspolitiet om sikkerhedssituationen i kontantforsyningen, og Rigspolitiet besluttede at inspicere alle kontantcentre.³³ Det førte til sikkerhedsopstramninger i kontantcentre og en række anbefalinger fra Rigspolitiet, som efterfølgende blev behandlet i en fælles arbejdsgruppe nedsat af Nationalbanken og Finansrådet i november 2008. Arbejdsgruppen aflagde sin rapport i maj 2009.

På baggrund af rapporten blev det i juni 2009 besluttet at igangsætte en proces, så antallet af kontantcentre gradvist kunne reduceres til kun to regionale kontantcentre – et på Sjælland og et i Jylland – med en meget høj sikkerhedsstandard. Endvidere skulle der udarbejdes en branchestandard for sikkerhedsindretning af kontantcentre og kontanttransporter i Danmark med inddragelse af alle aktører og interessenter i kontantforsyningen.³⁴ Endelig blev det besluttet at oprette et nyt kontanthåndteringsselskab, som var ejet i fællesskab af Nationalbanken og pengeinstitutterne, og som var certificeret efter den nye sikkerhedsstandard. Det nye selskab kunne tilbyde at overtage den praktiske kontanthåndtering fra pengeinstitutterne, og Nationalbanken og Finansrådet var enige om, at man på længere sigt kun ville benytte sig af certificerede kontanthåndteringsselskaber.

Det nye fælles kontanthåndteringsselskab (Bankernes Kontant-service A/S, BKS) blev etableret i august 2010, og Nationalbanken fik en ejerandel af aktiekapitalen på 25 pct. Herudover var 98 pengeinstitutter medejere af selskabet. Selve oprettelsen af selskabet medførte ikke ændringer i ansvarsfordelingen mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne i forhold til kontantforsyningen. Det var fortsat Nationalbanken, som indgik kontantdepotaftaler med de enkelte pengeinstitutter, som så kunne udlicitere den praktiske kontanthåndtering til BKS. Endvidere skulle BKS operere på kommercielle vilkår og uden nogen form for eksklusivitet, så pengeinstitutterne kunne frit vælge at anvende andre selskaber til kontanthåndteringen, hvis institutterne ikke selv ønskede at varetage opgaverne.

Nationalbanken var indtrådt i ejerkredsen bag BKS for at bidrage til et højere sikkerhedsniveau i kontanthåndteringen. Når det formål var opnået, kunne Nationalbanken afhænde sin ejerandel i selskabet. BKS blev købt af kontanthåndteringsselskabet Loomis i august 2016.

33 Se side 29 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2008*; side 30 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2009*; side 34 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2010*; side 48 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2012*; side 24-25 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2016*; side 33 i Danmarks Nationalbank, *Omkostninger ved betalinger i Danmark*, november 2011; side 24-25 i Betalingsrådet, *Rapport om kontanters rolle i samfundet*, juni 2016.

34 Ud over Nationalbanken og Finansrådet/pengeinstitutterne var der tale om værdihåndteringsselskaber, sikkerhedsbranchen, Forsikring & Pension, PostDanmark, Finansforbundet, Vagt- og Sikkerhedsfunktionærernes Landssammenslutning og Politiet.

Om Loomis' køb af Bankernes Kontant-service i 2016

"Vi er tilfredse med, at der nu er fundet en køber til Bankernes Kontant-service (BKS).

BKS blev stiftet i 2010, og Nationalbanken trådte dengang ind i ejerkredsen for at bidrage til at øge sikkerheden i kontanthåndteringen. Den indsats var nødvendig for at forhindre en gentagelse af de voldsomme røverier, som sektoren havde været udsat for i de foregående år."

Udtalelse fra nationalbankdirektør Hugo Frey Jensen i forbindelse med Loomis' køb af BKS, 19. august 2016.

Antallet af kontantcentre blev gradvist reduceret, så der i 2017 kun var behov for to kontantdepoter i Danmark³⁵ med en meget høj sikkerhedsstandard.³⁶

Kryptoaktiver og digitale centralbankpenge til detailbrug

I december 2013 udsendte Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, EBA, og Finanstilsynet en advarsel om at være opmærksom på mulige risici ved at købe, sælge og eje kryptoaktiver (ofte også omtalt som virtuelle valutaer eller kryptovalutaer) uden nogen udsteder bag og uden underliggende aktiver.³⁷ Et af de kryptoaktiver, som tiltrak sig meget medieopmærksomhed, var bitcoin, som var blevet introduceret i 2009, og som blev skabt i et netværk på internettet via en kompliceret matematisk proces.

Advarslen fra tilsynsmyndighederne blev i marts 2014 fulgt op af Nationalbanken med kommunikation om forskellen på kryptoaktiver og penge i form af kontanter og indeståender i pengeinstitutter.³⁸ Kursen på kryptoaktiver som fx bitcoin kunne stige eller falde voldsomt i løbet af kort tid, se figur 9.3. Deres købekraft kunne dermed ændre sig markant fra dag til dag, hvilket gjorde dem uegnede som betalingsmiddel, måleenhed og værdi-opbevaringsmiddel – det vil sige de egenskaber, som normalt tillægges penge. Fra myndighedernes side blev der desuden gjort opmærksom på, at kryptoaktiver ikke var reguleret ved lov. Anvendelsen af kryptoaktiver til betalinger var derfor ikke underlagt de sædvanlige beskyttelsesregler, som gjaldt ved betalinger baseret på indeståender i pengeinstitutter, fx retten

35 Et i København (med Nordea som depotbank) og et i Aarhus (med Danske Bank som depotbank). Hertil kom kontantdepoter hos lokale banker på Færøerne og i Grønland.

36 Se Danmarks Nationalbank, *Den danske kontantforsyning*, september 2017.

37 Se pressemeddelelsen *EBA warns consumers on virtual currencies* fra EBA, 12. december 2013; Finanstilsynets pressemeddelelse *Advarsel mod virtuelle valutaer (bitcoin m.fl.)*, 17. december 2013. Advarslen blev gentaget i marts 2021 og marts 2022, se Finanstilsynets pressemeddelelse *EU-myndigheder advarer forbrugerne mod kryptoaktiver*, 24. marts 2021; Finanstilsynets pressemeddelelse *Advarsel – Markedet for kryptovaluta er et Eldorado for svindlerne*, 24. marts 2022.

38 Se Jon Hasling Kyed og Anders Laursen, *Virtuelle valutaer, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 85-90, vol. 53(1), marts 2014.

til at få et hævet beløb tilbageført, hvis en vare købt på internettet med betalingskort ikke blev leveret eller var defekt. Kryptoaktiver var heller ikke underlagt indskydergaranti, og der var fx heller ikke krav på erstatning for tab i forbindelse med et hackerangreb på brugerens digitale pung (wallet). I modsætning hertil var der regler for erstatning for tab i forbindelse med et netbankindbrud i et pengeinstitut.



Om forskellen på virtuelle valutaer og penge

”Bitcoin er en virtuel valuta uden forankring af værdien, og kan derfor stige voldsomt eller falde i løbet af kort tid. En væsentlig egenskab for penge er, at værdien er stabil, så købekraften ikke ændres markant fra dag til dag.”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Hugo Frey Jensen i materiale offentliggjort i forbindelse med Danmarks Nationalbanks pressemøde, 18. marts 2014.

Mens der var skepsis omkring værdien af kryptoaktiver som betalingsmiddel, var der stor interesse for, om den bagvedliggende blockchain-teknologi³⁹, som en række af kryptoaktiver var baseret på, kunne anvendes til andre formål.

Der kom også debat om, hvorvidt centralbanker burde udstede et digitalt supplement eller alternativ til fysiske sedler og mønter. Nationalbanken offentliggjorde sin første analyse af emnet i 2017. Det var her konklusionen, at det var vanskeligt at se behovet for eller fordelene ved at indføre digitale centralbankpenge til detailbrug i Danmark.⁴⁰ Analysens konklusioner var funderet i en række betragtninger.

For det første kunne Nationalbanken se en mulig rolle for borger- og virksomhedsvendte digitale centralbankpenge i lande uden effektive betalingssystemer, hvor pengeoverførsler kunne være lang tid om at nå frem. I Danmark var der derimod udviklet en velfungerende og moderne betalingsinfrastruktur, hvor borgere og virksomheder kunne gennemføre hurtige og sikre digitale betalinger. Fysiske sedler og mønter havde i en årrække haft vigende betydning som betalingsmiddel – hovedparten af danske forbrugere og virksomheder benyttede sig allerede i overvejende grad af digitale betalingsløsninger baseret på indskud i pengeinstitutter, som var dækket af en indskydergaranti på op til ca. 750.000 kr. I en dansk kontekst var det derfor vanskeligt at se store fordele ved digitale centralbankpenge til detailbrug, som ikke allerede fandtes med de eksisterende betalingsløsninger.

For det andet kunne indførelse af en konto for private borgere i Nationalbanken øge risikoen for stormløb mod banksystemet, hvis husholdninger og virksomheder uden begrænsninger havde mulighed for på få sekunder at flytte deres indskud fra private banker til en konto i Nationalbanken. Så kunne bankerne risikere at stå med et akut finansieringsbehov med finansiell ustabilitet til følge.

For det tredje ville udstedelse af digitale centralbankpenge til detailbrug fundamentalt ændre Nationalbankens rolle i det finansielle system som bank for bankerne. Det ville gøre Nationalbanken til en direkte konkurrent til private pengeinstitutter, hvis man stillede indlånskonti og digitale betalingsløsninger til rådighed for husholdninger og virksomheder.

39 En blockchain kunne ses som en offentlig hovedbog af transaktioner, som sikrede, at den enkelte enhed af et kryptoaktiv ikke kunne forekomme flere gange, se side 15 i *Betalingsrådet, Årsberetning 2014*.

40 Se Danmarks Nationalbank, *Digitale centralbankpenge giver ikke bedre betalingsløsninger*, *Danmarks Nationalbank Nyt*, nr. 12, december 2017; Kirsten Elisabeth Gürtler, Søren Truels Nielsen, Kristine Rasmussen og Morten Spange, *Digitale centralbankpenge i Danmark?*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 28, december 2017. Se også Danmarks Nationalbank, *Viden om digitale penge og e-kroner*, juni 2019, www.nationalbanken.dk.

Der var således flere forhold ved digitale centralbankpenge, som krævede opmærksomhed, og det var derfor vigtigt for Nationalbanken fortsat at følge udviklingen hos de centralbanker, som arbejdede med at indføre digitale centralbankpenge, og foretage yderligere analyser af området.⁴¹ I juni 2020 blev det annonceret, at Bank for International Settlements, BIS, i samarbejde med Nationalbanken og centralbankerne for Island, Norge og Sverige etablerede et nordisk BIS Innovation Hub Centre, som bl.a. havde digitale centralbankpenge på sit arbejdsprogram.⁴²

Om digitale centralbankpenge

"For very different reasons it is neither to be recommended that central banks change their entire business model from being the banks of banks to issuing digital currency to the general public, say by opening an account for every citizen and company (including foreigners?). For a start it would not create something which is not already offered by private banks. It would not be a substitute to notes and coins but to private bank accounts. It would therefore rather open a highway to bank runs, challenging financial stability, unless the amount allowed would be limited to an extent where it could not serve useful transactions purposes. It would add competitive distortions at the expense of private institutions and very substantial costs in terms of IT, staff and regulatory compliance."

Citat fra nationalbankdirektør Per Callesens tale på CBS' 100 Years Celebration Event, 30. oktober 2017.

Færre kontantbetalinger og mere nethandel under coronapandemien

Efter udbruddet af coronapandemien i den første del af 2020 opstod der bekymring for smitterisiko ved brug af kontanter. Statens Serum Institut vurderede dog, at håndteringen af kontanter kun havde en minimal effekt på smittespredning.⁴³ Endvidere indikerede laboratorieundersøgelser foretaget på vegne af Den Europæiske Centralbank, at coronavirus havde

41 Se Samuel Eddie Mogensen, Søren Truels Nielsen og Julia Weismann Seixas, Nye former for digitale penge, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 8, juni 2022. Analysen behandler såvel borger- og virksomhedsvendte centralbankpenge som nye digitale centralbankpenge mellem banker.

42 Se pressemeddelelsen *BIS etablerer Innovation Hub Centre i Stockholm* fra Danmarks Nationalbank, 30. juni 2020; pressemeddelelsen *Bank for International Settlements (BIS) og fire nordiske centralbanker lancerer BIS Innovation Hub Nordic Centre* fra Danmarks Nationalbank, 16. juni 2021; pressemeddelelsen *BIS Innovation Hub to focus on CBDC, payments, DeFi and green finance in 2022 work programme* fra BIS, 25. januar 2022.

43 Se side 7 i notatet *Evaluering til brug for revision af kontantreglen* fra Erhvervsministeriet, 11. december 2020 (Erhvervsudvalget 2020-21. ERU Alm.del – Bilag 121).

vanskeligere ved at overleve på almindelige pengesedler af bomuld end på ståloverflader som fx dørhåndtag.⁴⁴

Selvom om der således ikke var noget, som tydede på en særlig smitterisiko forbundet med brugen af kontanter, så faldt andelen af kontantbetalinger i supermarkeder betydeligt under coronanedlukningen i foråret 2020. Under den efterfølgende genåbning steg kontantbetalingerne gradvist igen. Kontantpligten var ikke suspenderet under coronakrisen⁴⁵, men det var udbredt blandt forretninger at opfordre kunderne til at betale digitalt.

Under coronanedlukningerne i 2020 var der midlertidigt en ekstraordinært høj andel af internethandel i forhold til fysisk handel i forretninger. Det skyldtes formentlig både en begrænsning af udbuddet af forbrugsmuligheder (fx nedlukning af restauranter og barer) og ændret efterspørgsel på grund af frygt for smitterisiko i den fysiske detailhandel.⁴⁶

44 Se Jakob Mølgaard Heisel, Marianne C. Koch og Stefan Bak Pedersen, *Betalinger før, under og efter corona-nedlukningen*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 16, september 2020; Jakob Mølgaard Heisel, *Kontanter anvendelse i samfundet*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 3, marts 2021.

45 Se meddelelsen *Kontantreglen gælder også under coronakrisen* fra Forbrugerombudsmanden, 12. maj 2020.

46 Se Danmarks Nationalbank, *Kortomsætningen 0,9 pct. lavere end sidste år*, *Danmarks Nationalbank Statistik (Betalinger)*, februar 2021; Danmarks Nationalbank, *Kortomsætningen i fysiske butikker er tilbage*, *Danmarks Nationalbank Statistik (Betalinger)*, november 2021.

Betalingssystemets infrastruktur

Nationalbanken har gennem tiden haft ejerskabsandele i en række specialiserede finansielle virksomheder for at være med til at udvikle kapitalmarkedet og den finansielle infrastruktur i Danmark. Men med tiden blev virksomhederne konkurrenceudsatte selskaber med kommercielle formål, som det ikke var naturligt for en centralbank at være ejermæssigt engageret i. I årene 1998-2020 solgte Nationalbanken sine aktieposter i selskaberne, og ved udgangen af 2020 havde Nationalbanken dermed ikke længere aktieposter i finansielle selskaber.

Nationalbanken var blandt de første centralbanker i verden, som stillede et elektronisk betalingssystem til rådighed for pengeinstitutterne, hvor de kunne foretage store indbyrdes betalinger i realtid. Det skete allerede i 1981 med systemet DN-Forespørgselsservice. Systemet blev i 2001 afløst af Kronos, som igen blev erstattet af Kronos2 i 2018. Nationalbankens betalingssystem spiller en central rolle for den samlede danske betalingsinfrastruktur, som over perioden 2005-20 håndterede betalinger for et dagligt beløb svarende til omkring en fjerdedel af bruttonationalproduktet.

Cyberkriminalitet blev en alvorlig trussel mod den finansielle stabilitet i takt med bankernes stigende afhængighed af komplekse it-systemer. Nationalbanken satte cyberrisici på dagsordenen i Det Systemiske Risikoråd i 2015. Året efter oprettede Nationalbanken Finansielt Sektorforum for Operationel Robusthed, FSOR, sammen med den finansielle sektor. En af de opgaver, som FSOR tog fat på, var etablering og test af et tværgående nationalt kriseberedskab for den finansielle sektor.

Der kom også øget fokus på initiativer omkring hvidvask og terrorfinansiering som led i at bekæmpe kriminalitet, som også kunne underminere kunders og investorers tillid til den finansielle sektor og dermed få betydning for den finansielle stabilitet.

Afvikling af ejerskabsinteresser i kreditinstitutter og finansiel infrastruktur

Nationalbanken har gennem tiden haft ejerskabsandele i en række specialiserede finansielle virksomheder.

For det første var Nationalbanken i årtierne efter 2. verdenskrig med til at oprette en række kreditinstitutter med det formål at udvikle det danske kapitalmarked.¹ Med tiden kom der mere markedsbaserede løsninger, og i årene 1998-2016 afhændede Nationalbanken derfor aktieposter i FIH², DLR Kredit³, Grønlandsbanken⁴ og Danmarks Skibskredit⁵.

For det andet har Nationalbanken været medejer af flere selskaber for at bidrage til at opbygge en fælles dansk finansiel infrastruktur, der var sikker og effektiv, og som kunne begrænse eller fjerne mange af de risici, der er forbundet med afvikling af betalinger og handler med værdipapirer. Nationalbanken var involveret, fordi en fælles finansiel infrastruktur kræver en kritisk masse af deltagere, før systemet er anvendeligt.⁶ Med tiden

-
- 1 Se side 68 i Kim Abildgren, *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls, 2018; side 287-290 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010.
 - 2 Nationalbanken var i 1958 med i oprettelsen af Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk, FIH, som havde til formål at styrke industrialiseringsprocessen ved at yde mellemlange lån til industri- og håndværksvirksomheder. Nationalbanken solgte sin aktiebeholdning i FIH i 1998 og 1999, se side 93 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1998*; side 99 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1999*.
 - 3 Nationalbanken var i 1960 med i stiftelsen af Dansk Landbrugs Realkreditfond, DLR, som havde til formål at yde andenspørløstlån i landbrugsejendomme mv. Nationalbanken erhvervede aktier i DLR i forbindelse med omdannelsen af DLR til et aktieselskab i 2001 men solgte dem i 2002. Som et af tiltagene til at understøtte banksektorens likviditet under finans-krisen gav Nationalbanken som nævnt i kapitel 3 pengeinstitutterne mulighed for at stille sikkerhed i aktier udstedt af deres fællesejede selskaber (herunder DLR), og i 2011 og 2012 købte Nationalbanken også DLR-aktier fra en række pengeinstitutter for at understøtte deres likviditetssituation. I 2016 solgte Nationalbanken sin resterende beholdning af DLR-aktier til DLR Kredit, se side 107-110 i Bjarne Dyreborg-Carlsen, *Halvtreds år med DLR – Et historisk tilbageblik*, DLR Kredit, 2010; side 111 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2002*; side 25 og 70 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2011*; side 19 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2012*; side 7-8 i meddelelsen *State aid n° SA.34423 (2012/N) – Denmark. Rescue decision for the merger of Vestjysk Bank and Aarhus Lokalbanc* fra Europa-Kommissionen, 25. april 2012; meddelelsen *DLR Kredit A/S erhverver Danmarks Nationalbanks beholdning af aktier i DLR Kredit A/S* fra DLR Kredit til NASDAQ Copenhagen, 13. september 2016.
 - 4 Nationalbanken var i 1967 med i stiftelsen af Grønlandsbanken med henblik på at oprette en bank i Grønland, som bl.a. kunne fungere som autoriseret valutahandler. Nationalbanken solgte sin aktiepost i Grønlandsbanken til Grønlands Hjemmestyre i 2005, se side 99 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2003*; side 97-98 og 146 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2004*; side 94 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2005*.
 - 5 Nationalbanken var i 1961 med i stiftelsen af Danmarks Skibskreditfond, DSF, som havde til formål at yde lån mod pant i skibe. DSF blev omdannet til et aktieselskab i 2005, hvor Nationalbanken på linje med de øvrige garanter købte aktier i selskabet. Nationalbanken solgte sine aktier i DSF i 2016, se side 97 og 145-146 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2004*; side 94 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2005*; side 14 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2016*.
 - 6 Se kapitel 1 i Danmarks Nationalbank, *Betalingsformidling i Danmark*, 2005.

udviklede disse virksomheder sig til konkurrenceudsatte virksomheder med kommercielle formål, og da det ikke var en naturlig opgave for en centralbank at være medejer af sådanne virksomheder, indledte Nationalbanken en proces med en gradvis afvikling af sine ejerandele.

I 2014 solgte Nationalbanken sin beholdning af aktier i Nets.⁷ Nationalbanken var oprindeligt blevet medejer af selskabet i 2003 ved at købe aktier i det daværende PBS⁸ fra Danske Bank, som af konkurrencemyndighederne var blevet pålagt at reducere sin ejerandel i forbindelse med en fusion⁹. PBS stod for de danske bankers fælles betalingsløsninger (som fx Betalingsservice og Dankort). Med tiden udviklede Nets sig til et internationalt selskab, der udbød betalingsløsninger i konkurrence med andre selskaber. Da Nationalbanken også havde en rolle som overvåger af Nets, var det af flere årsager ikke længere naturligt for Nationalbanken at være medejer af selskabet. Nationalbanken lagde i forbindelse med salget af sin aktiepost i Nets vægt på at bevare en fælles, åben betalingsinfrastruktur, hvor alle bankkonti i Danmark er i forbindelse med hinanden. En sådan infrastruktur gør det eksempelvis muligt at betale med Dankort i en forretning uden nødvendigvis at have den samme bankforbindelse som forretningen. Den fælles, åbne betalingsinfrastruktur blev sikret via en fortsættelse af eksisterende aftaler mellem Nationalbanken, bankernes interesseorganisation¹⁰ og Nets om afvikling af detailbetalinger i danske kroner som fx udbetaling af løn og pension, overførsler mellem private via netbank, betaling af regninger via betalingsservice og køb i fysiske butikker eller på nettet med betalingskort.¹¹

7 Se Danmarks Nationalbanks pressemeddelelse *Derfor er Nationalbankens aktier i Nets til salg*, 5. marts 2014; side 51 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2014*; side 10 i Betalingsrådet, *Årsberetning 2014*.

8 PBS blev omdøbt til Nets i 2010 efter fusion med det tilsvarende norske selskab (Nordito). I august 2019 indgik Mastercard en aftale med Nets om køb af bl.a. Betalingsservice (gennemført i 2021), og i november 2020 indgik Nets og Nexi en aftale om at fusionere (gennemført i 2021), se side 296 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010; side 12-13 i Danmarks Nationalbank, *Overvågning af den finansielle infrastruktur 2020*, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 3, maj 2021.

9 I forbindelse med fusionen mellem Danske Bank og RealDanmark i 2001 afgav Danske Bank en række tilsagn over for Konkurrentestyrelsen, herunder at Danske Bank skulle nedbringe sin aktieandel i PBS, se side 102 i Danmarks Nationalbank, *Betalingsformidling i Danmark*, 2005.

10 På daværende tidspunkt Finansrådet, som i 2016 blev til Finans Danmark efter en fusion med Realkreditrådet og Realkreditforeningen, se side 84 i Kim Abildgren, *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls, 2018.

11 Se side 8-9 i Danmarks Nationalbank, *Vurdering af de danske detailbetalingssystemer*, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 5, maj 2018.

I 2020 solgte Nationalbanken sine aktier i VP Securities til Euronext.¹² Nationalbanken var oprindeligt blevet medejer af VP, da virksomheden blev omdannet til et aktieselskab i 2000, men Nationalbanken havde været blandt interessenterne, helt siden Værdipapircentralen blev oprettet i 1980 som selvejende institution til registrering af ejerskab af danske værdipapirer samt afvikling af handler og periodiske betalinger såsom renter og afdrag knyttet til papirerne.¹³ Værdipapirhåndtering var et område, som over årene løbende var blevet liberaliseret i EU-landene for at skabe et konkurrencepræget indre marked for værdipapirtjenester. Nationalbanken havde desuden en rolle som overvåger af VP Securities, så også her var der flere årsager til, at Nationalbanken ikke længere burde være medejer af selskabet. Ved salget af aktieposten lagde Nationalbanken vægt på, at Euronext ud fra et synspunkt om finansiell stabilitet var en ejer, som kunne udvikle VP og sikre konkurrencedygtige tjenesteydelser for værdipapirhåndtering i Danmark.

Som nævnt i kapitel 9 solgte Nationalbanken sin ejerandel i BKS i 2016. Dermed havde Nationalbanken ved udgangen af 2020 ikke længere ejerskabsandele i danske finansielle selskaber.

Om Nationalbankens salg af sine aktier i Nets

”Siden Nationalbankens overtagelse af disse aktier havde PBS/Nets udviklet sig til at være et internationalt foretagende, der i konkurrence med andre selskaber udbyder avancerede betalingsløsninger i flere lande. Det var helt oplagt ikke længere et selskab, som en centralbank burde være ejermæssigt engageret i. Derudover ønskede vi at have rene linjer i forbindelse med forvaltningen af vores rolle som overvåger, der bl.a. omfatter Nets.”

Citat fra nationalbankdirektør Hugo Frey Jensens tale ved Finansrådets direktørkonference, 8. september 2014.

-
- 12 VP Securities kom derefter til at hedde Euronext Securities Copenhagen, se pressemeddelelsen *Nationalbanken har indgået aftale om salg af ejerandel i VP Securities* fra Danmarks Nationalbank, 23. april 2020; side 16 i Danmarks Nationalbank, *Overvågning af den finansielle infrastruktur 2019*, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 3, maj 2020; side 5 i Danmarks Nationalbank, *Overvågning af den finansielle infrastruktur 2021*, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 3, maj 2022; side 16 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2020*.
- 13 Se side 136 og 251 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010; side 338-340 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993; side 60-61 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2000*. Nationalbanken forøgede sin ejerandel af VP i 2002 ved at købe aktier af Danske Bank, som havde givet Konkurrencestyrelsen tilsagn om at ville nedbringe sin aktieandel i VP i forbindelse med bankens fusion med RealDanmark, se side 98-99 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2002*.

Om Nationalbankens salg af sine aktier i VP

”Historisk set har Nationalbanken været medejer af flere fælles selskaber i den finansielle sektor. Hver enkelt aktiebesiddelse har sin egen historie. Nationalbankens rolle på dette område er at være myndighed og ikke medejer af konkurrenceudsatte selskaber med kommercielle formål. Derfor har Nationalbanken i de senere år trukket sig ud af denne type selskaber (...).”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Hugo Frey Jensen i pressemeddelelsen *Nationalbanken har indgået aftale om salg af ejerandel i VP Securities* fra Danmarks Nationalbank, 23. april 2020.

I årene efter 2005 solgte Nationalbanken også en række aktieposter i ikke-finansielle virksomheder, der var et resultat af tidligere tiders selektive kreditordninger. Det drejede sig om salg af aktier i Bella Center (2005¹⁴), SAS (2013¹⁵) og Messecenter Herning (2016¹⁶).

Nationalbankens betalingssystem: Fra Kronos til Kronos2 – og videre

Nationalbanken var blandt de første centralbanker i verden, som stillede et elektronisk betalingssystem til rådighed for pengeinstitutterne, hvor de kunne foretage store indbyrdes betalinger i realtid. Det skete i 1981 med systemet DN-Forespørgselsservice, som i 2001 blev afløst af Kronos.¹⁷

I 2005 blev der i gennemsnit sendt betalinger for omkring 425 mia. kr. gennem den danske betalingsinfrastruktur om dagen, og i 2020 var dette tal steget til omkring 675 mia.kr., se figur 10.1. Beløbene svarede til omkring en fjerdedel af BNP. Nationalbankens betalingssystem spillede en central rolle i infrastrukturen. Det gjaldt ikke alene ved afvikling af store, tidskритiske betalinger mellem penge- og realkreditinstitutter som fx usikrede dag til dag-pengemarkedslån eller ved Nationalbankens pengepolitiske udlån til institutterne. Nationalbankens betalingssystem var også i spil som følge af Nationalbankens rolle som afviklingsbank for de øvrige betalings- og afviklingssystemer, fx i forbindelse med afvikling af detailbetalinger eller pengesiden af værdipapirhandler. I 2017 havde 88 deltagere – især danske penge- og realkreditinstitutter og filialer i Danmark af udenlandske banker – direkte adgang til Nationalbankens betalingssystem, mens ca. 1.800 banker fra 117 forskellige lande havde indirekte adgang ved at anvende en af de direkte deltagere som korrespondentbank.¹⁸

14 Se side 95 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2005*.

15 Se side 75 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2012*; side 48 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2013*.

16 Se side 49 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2016*.

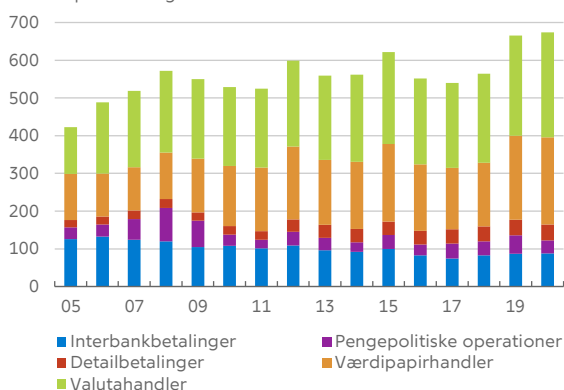
17 Se side 248-249 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010.

18 Se Søren Truels Nielsen, *Banker fra over 100 lande sender betalinger via Kronos, Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 19, november 2017.

Store beløb gennem den danske betalingsinfrastruktur hver eneste dag

Figur 10.1

Mia. kr. pr. bankdag



Anm.: Værdien af transaktioner i den danske betalingsinfrastruktur. Kronetransaktioner. Tallet for detailbetalinger for 2013 er estimeret. *Interbankbetalinger* omfatter penge- og realkreditinstitutters afvikling af store tidskriske betalinger – fx usikrede dag til dag-pengemarkedslån – via Nationalbankens betalingssystem (Kronos2 siden 20. august 2018 og før da Kronos). *Pengepolitiske operationer* omfatter Nationalbankens indskudsbeviser og pengepolitiske lån, som afvikles via Nationalbankens betalingssystem. *Detailbetalinger* omfatter borgeres, virksomheders og de offentlige myndigheders betalinger ved brug af fx Dankort, konto til konto-overførsler via netbank eller Betalingsservice, som opgøres og afstemmes i Sum-, Intradag- eller Straksclearingen med efterfølgende afvikling af nettobeløb på bankernes konti i Nationalbanken via Nationalbankens betalingssystem. Bankerne fordeler derefter pengene til de enkelte borgeres og virksomheders bankkonti. *Værdipapirhandler* er opgjort som markedsværdien af værdipapirbenet i handler med obligationer, aktier og investeringsbeviser indrapporteret til VP Securities/Euronext Securities Copenhagen, hvor nettobeløb fra pengesiden af handlerne afvikles på bankernes konti i Nationalbanken via Nationalbankens betalingssystem. Bankerne fordeler derefter pengene til de enkelte investorers bankkonti. *Valutahandler* omfatter FX spot-, FX forward- og FX swaphandler, som gennemføres via CLS, hvor nettobeløb i kroner afvikles via Nationalbankens betalingssystem.

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, diverse udgaver; Danmarks Nationalbank, *Overvågning af den finansielle infrastruktur*, diverse udgaver.

Kronos blev erstattet med Kronos2 i august 2018. Kronos2 var et moderne betalingssystem med bagvedliggende it-systemer baseret på internationale standardmoduler. Det gjorde det muligt at give de danske penge- og realkreditinstitutter adgang til at afvikle handler med værdipapirer i danske kroner på Den Europæiske Centralbanks, ECB's, fælleseuropæiske platform for værdipapirafvikling (Target2-Securities, T2S) i oktober 2018.¹⁹

I slutningen af 2020 annoncerede Nationalbanken, at ECB's betalingssystem (Target2) ifølge planerne over en årrække ville blive i stand til fuldt ud at håndtere betalinger i andre valutaer end euro, herunder danske kroner, og at det derfor var hensigten at erstatte Kronos2 med en overgang til ECB's betalings- og værdipapirafviklingsplatform (Target Services²⁰) i 2025.²¹ Udmeldingen kom efter en evalueringsproces med involvering af ECB, europæiske centralbanker og repræsentanter for den danske finansielle sektor. De danske pengeinstitutter havde i forvejen anvendt Target2 til at afvikle eurobetalinger siden maj 2008, hvor eurodelen af Kronos overgik til Target2.²²

Det var forventningen, at overgang til en fælleseuropæisk it-plattform som Target Services ville styrke it-sikkerheden. Desuden ville det give stordriftsfordele, da udgifter til vedligeholdelse og videreudvikling af systemet ville blive delt mellem et stort antal deltagere.

Om fordelene ved overgang til en fælleseuropæisk platform for betalinger og værdipapirafvikling

"Konsolidering af dansk kroneafvikling på Target Services vil bane vejen for et tættere samarbejde med andre centralbanker i Europa samt give skalafordele ved fælles brug af it-plattform. Target Services understøtter centralbankernes fælles indsats og samarbejde for at sikre en sikker og effektiv afvikling af betalinger – og modvirker cybertrusler (...)."

Udtalelse fra Nationalbankens vicedirektør Karsten Biloft i pressemeddelelsen *Danske kroner på ny platform til betalinger* fra Danmarks Nationalbank, 8. december 2020.

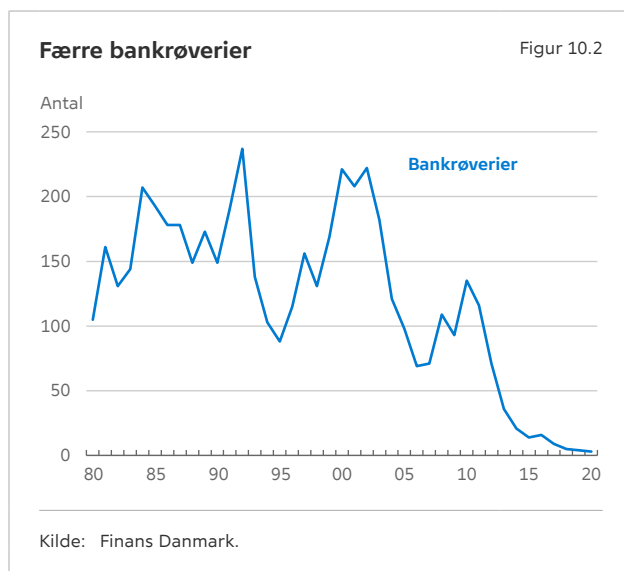
-
- 19 Se side 13 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2018*; side 2 i Danmarks Nationalbank, *Overvågning af den finansielle infrastruktur 2018*, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 3, juni 2019. VP blev tilsluttet T2S med afvikling af danske værdipapirer i euro i september 2016 og afvikling af danske værdipapirer i kroner i oktober 2018, se side 12 i Danmarks Nationalbank, *Overvågning af den finansielle infrastruktur 2017*, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 4, april 2018; side 14 i Danmarks Nationalbank, *Overvågning af den finansielle infrastruktur 2019*, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 3, maj 2020.
- 20 Bestående af Target2, T2S og det europæiske system for afvikling af straksbetalinger, Target Instant Payment Settlement, TIPS.
- 21 Se Danmarks Nationalbanks pressemeddelelse *Danske kroner på ny platform til betalinger*, 8. december 2020.
- 22 Se side 20 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2008*; Morten Valentiner, Danmark overgår til Target2, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 91-92, vol. 47(2), juni 2008.

Fra bankrøverier til cybersikkerhed

Går man blot få årtier tilbage i tiden, var fysiske bankrøverier øverst på dagsordenen i debatten om sikkerheden i den finansielle sektor, se figur 10.2.²³ I takt med øget afhængighed af komplekse it-systemer forbundet på kryds og tværs af sektoren blev høj it-sikkerhed vigtig for tilliden til det finansielle system. Borgere og virksomheder skulle fx have tillid til, at betalingssystemerne normalt var i drift, at risikoen for fx indbrud i deres netbank var lav, at data ikke gik tabt ved strømafbrydelser eller fejlbehæftede systemopdateringer, og at fortrolige data ikke kom uvedkommende i hænde ved hackerangreb.

Arbejdet med sikkerhed i betalingssystemerne beslaglagde store ressourcer i både pengeinstitutter og Nationalbanken. Der kom ekstra opmærksomhed på at overvåge systemisk vigtige systemer efter internationale standarder og analysere risikoen for ekstreme hændelser, som kunne føre til større sammenbrud i afviklingen af betalinger, værdipapirhandler mv. Der var også fokus på nødprocedurer og backupfaciliteter, så det finansielle system hurtigt kunne fungere igen efter nedbrud og lignende.²⁴

Cybersikkerhed fik særlig opmærksomhed i den anden halvdel af 2010'erne, da computere og netværk mv. i stigende grad blev udsat for angreb som led i kriminalitet, spionage, aktivisme eller terror. Danmark var et af de mest digitale samfund i verden, og specielt den finansielle sektor var langt fremme med at tilbyde digitale løsninger. Derfor gjorde den omfattende digitalisering også Danmark til et oplagt mål for cyberangreb.



²³ Se side 132-133 i Kim Abildgren, *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls, 2018.

²⁴ Se kapitlet *Nationalbankens politik for overvågning af den finansielle infrastruktur i Danmark* i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2007*, side 53-66; Danmarks Nationalbank, *Overvågning af den finansielle infrastruktur i Danmark 2012*.

Om cyberkriminalitet og FSOR

”Det er vigtigt at holde sig for øje, at et angreb på computersystemerne ikke er en utilsigtet hændelse. Der står kriminelle bag, og de udvikler og forfiner deres metoder hele tiden. Dermed ændrer truslerne sig løbende. Det betyder, at et angreb i virkeligheden kan være vanskeligt at opdage i tide.

(...)

Der er tale om et samarbejde mellem myndigheder og alle de vigtige aktører i den finansielle sektor. FSOR skal gennemføre fælles tiltag for at øge robustheden, som det hedder. Fokus er både på at undgå nedbrud og på at håndtere dem, hvis de alligevel sker.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Finansrådets årsmøde, 5. december 2016.

Nationalbanken satte cyberrisici på dagsordenen i Det Systemiske Risikoråd i december 2015, og ved opfølgende drøftelser med den finansielle sektor var der bred enighed om behovet for et formaliseret samarbejde mellem myndigheder og centrale private aktører på området. I 2016 etablerede Nationalbanken og den finansielle sektor Finansielt Sektorforum for Operationel Robusthed, FSOR, der fik som formål at arbejde for at øge den operationelle robusthed i sektoren, herunder robustheden over for cyberangreb.²⁵ Nationalbanken varetog formandskab og sekretariat for FSOR, som ved sin oprettelse havde deltagelse af systemisk vigtige penge- og realkreditinstitutter (Danske Bank, DLR Kredit, Jyske Bank, Nordea, Nykredit, Sydbank), betalings- og afviklingssystemer (Nets, VP Securities)²⁶, datacentraler mv. (Bankdata, BEC, JN Data, SDC), brancheorganisationer (Finansrådet, Forsikring & Pension, Realkreditrådet), myndigheder (Center for Cybersikkerhed, Erhvervsministeriet, Finanstilsynet, Nationalbanken) og øvrige aktører (e-nettet, Finansiell Stabilitet A/S, Nasdaq).

En af de opgaver, som FSOR tog fat på, var etablering og test af et tværgående nationalt kriseberedskab for den finansielle sektor. I 2020 blev der i samarbejde med Center for Cybersikkerhed²⁷ for første gang også lavet en stor kriseberedskabstest med et fiktivt cyberangreb på tværs af seks kritiske sektorer (transport, søfart, sundhed, tele, energi og finans).²⁸

25 Se pressemeddelelsen *Møde i Det Systemiske Risikoråd* fra Det Systemiske Risikoråd, 15. december 2015; FSOR, *Kommissorium for Finansielt Sektorforum for Operationel Robusthed* (FSOR), december 2016; side 13 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2016*; side 13 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2017*; side 13 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2019*.

26 Samt Nationalbanken og Finansrådet som systemejere for henholdsvis Kronos og detailbetalingssystemerne.

27 Center for Cybersikkerhed blev etableret i 2012 som en del af Forsvarets Efterretningstjeneste, se side 9 i Forsvarets Efterretningstjeneste, *Beretning 2013-2014*.

28 Se side 7 i FSOR, *Årsberetning 2020*.

Fra 2019 koordinerede Nationalbanken også test af cyberrobustheden i den finansielle sektor under programmet TIBER-DK²⁹. I TIBER-test simulerede man avancerede angreb fra statsstøttede eller organiserede kriminelle grupper i faktiske produktionsmiljøer. Målet var at identificere styrker og svagheder i cyberforsvaret og øge cyberrobustheden ved at adressere svaghederne.

Ved udbruddet af coronapandemien i den første del af 2020 satte FSOR's medlemmer fokus på at sikre bemanning af samfundskritiske forretningsfunktioner og reducere smitten blandt medarbejdere. Det skete bl.a. ved brug af skifteholdsarbejde (split teams), virtuelle møder og hjemmearbejde. Denne model blev også anvendt i Nationalbanken.³⁰ Driften af sektorens kritiske funktioner forløb stabilt, og der blev ikke behov for at aktivere FSOR's kriseberedskab i forbindelse med pandemien i 2020.³¹ Information fra FSOR om situationen under pandemien på tværs af den finansielle sektor blev delt med Den nationale operative stab, NOST³², som havde en central rolle i at sikre samarbejde og koordinering mellem myndighederne under pandemien.

Hvidvask af penge og big data

Der kom for alvor fokus på at bekæmpe hvidvask i 1990, hvor en international ekspertgruppe (Financial Action Task Force on Money Laundering, FATF)³³ kom med 40 anbefalinger til krav til forebyggende foranstaltninger i finansielle virksomheder. Et af grundelementerne i anbefalingerne var kend din kunde-princippet: Finansielle virksomheder skulle kontrollere deres kunders identitet og generelt sørge for at overvåge kundeforhold.

Anbefalingerne fra FATF blev indarbejdet i EU-lovgivningen med EU's hvidvaskdirektiv fra 1991, som blev implementeret i Danmark med hvidvaskloven i 1993. FATF's anbefalinger blev udvidet efter terrorangrebet mod USA den 11. september 2001, og siden blev EU-lovgivningen om at bekæmpe hvidvask og finansiering af terrorisme opdateret og udvidet ad

29 Threat Intelligence Based Ethical Red-teaming, TIBER, med udgangspunkt i TIBER-EU-rammeverket udviklet af Den Europæiske Centralbank, se Danmarks Nationalbank, Test skal øge cyberrobustheden i Danmark, *Danmarks Nationalbank Nyt*, nr. 7, december 2018; side 4-5 i Danmarks Nationalbank, Overvågning af den finansielle infrastruktur 2019, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 3, maj 2020; pressemeddelelsen *Test med etiske hackere fortsætter i finanssektoren* fra Danmarks Nationalbank, 6. maj 2021; Danmarks Nationalbank, *Kort om TIBER-DK*, maj 2021.

30 Se side 28 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2020*.

31 Se side 2 i FSOR, *Årsberetning 2019*; side 4 i FSOR, *Årsberetning 2020*.

32 NOST blev oprettet af regeringen i 2005 med henblik på at styrke statslige myndigheders samarbejde og koordination på operationelt niveau i forbindelse med håndteringen af større kriser eller hændelser, se Justitsministeriets besvarelse af spørgsmål nr. 635 (Alm. del) fra Folketingets Retsudvalg af 5. marts 2021.

33 FATF blev oprettet på G7-landenes topmøde i 1989 og blev oprindeligt sammensat af eksperter fra G7-landene, Europa-Kommissionen og 8 andre lande, se Helene Vinten, Forebyggende foranstaltninger mod hvidvask og terrorfinansiering, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 71-78, vol. 47(1), marts 2008.

flere omgange.³⁴ Hvidvask og terrorfinansiering kom også ind som et punkt i Den Internationale Valutafonds gennemgang og vurdering af den finansielle sektor i medlemslandene (Financial Sector Assessment Program).³⁵

Nationalbanken så positivt på de lovgivningsmæssige initiativer omkring hvidvask og terrorfinansiering som led i at bekæmpe kriminalitet.³⁶ Fra Nationalbankens synspunkt kunne misbrug af en bank til ulovlige aktiviteter desuden underminere kunders og investorers tillid til banken, og hvis mistilliden smittede af på resten af den finansielle sektor, kunne det få betydning for den finansielle stabilitet. Men Nationalbanken understregede også det ledelsesmæssige ansvar i bankerne for at afsætte tilstrækkelige ressourcer og have politikker, forretningsgange og systemer til at forebygge og identificere hvidvask i deres forretning. Desuden understregede Nationalbanken behovet for at styrke samarbejdet mellem myndigheder på tværs af landegrænser.³⁷

Ressourcemæssigt var det vurderingen, at der i 2020 var omkring 5.500 bankansatte, som var beskæftiget med bekæmpelse af hvidvask og efterlevelse af regler (compliance). Deres indsats resulterede i omkring 60.000 indberetninger til myndighederne i 2020, som det også var ganske tids- og ressourcekrævende for myndighederne at håndtere.³⁸ Derfor gennemførte Nationalbanken i 2020 et pilotprojekt for at undersøge, om sammenstilling af store mængder detaljerede data (big data) om pengestrømme fra banker med andre myndighedsoplysninger kunne bidrage til at opspore hvidvask og anden finansiell kriminalitet tidligere og på en mere effektiv måde. Undersøgelsen blev gennemført i samarbejde med Erhvervsstyrelsen, Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet,

34 Se side 20 og 27 i *Betænkning nr. 1447 om Hvidvasklovgivningen* afgivet i 2004 af Justitsministeriets udvalg om økonomisk kriminalitet og datakriminalitet.

35 Se side 83 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2002*; side 85-86 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2003*; side 81 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2004*.

36 Se *Høringssvar til udkast til hvidvasklov* fra Danmarks Nationalbank, 13. september 2005; *Høringssvar vedr. forslag om ændring af lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask og finansiering af terrorisme (hvidvaskloven)* fra Danmarks Nationalbank, 21. september 2018; *Høringssvar vedr. udkast til forslag om ændring af lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask (hvidvaskloven) og lov om finansiell virksomhed* fra Danmarks Nationalbank, 18. januar 2019.

37 Se side 2 og 6-8 i Danmarks Nationalbank, *Lave renter og rigelig udlånskapacitet sætter lånestandarder under pres*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiell stabilitet)*, nr. 22, november 2018; side 12 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2018*; nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Finans Danmarks årsmøde, 3. december 2018; side 2 og 5-6 i Danmarks Nationalbank, *Udsigt til lavere indtjening og højere kapitalkrav for banker*, *Danmarks Nationalbank Analyse, (Finansiell stabilitet)*, nr. 11, maj 2019.

38 Se Thais Lærkholm Jensen, Alessandro Tang-Andersen Martinello og Bjarke Mørch Mønsted, *Databaseret indsats styrker kampen mod hvidvask*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 1, januar 2021; pressemeddelelsen *Nationalbanken i pilotprojekt mod hvidvask og momssvig* fra Danmarks Nationalbank, 26. januar 2021; debatindlægget *Samarbejde og dataudveksling kan styrke kampen mod økonomisk kriminalitet* af nationalbankdirektør Per Callesen og Thais Lærkholm Jensen i *Finanswatch*, 2. februar 2021; nationalbankdirektør Lars Rohdes tale på Finans Danmarks årsmøde, 6. december 2021; side 64-65 i Kraka Advisory, *Den finansielle sektor – en vigtig brik i omstilling af Danmark*, november 2021.

Finanstilsynet, Finans Danmark og en større bank. Samkøringen af oplysninger fra den deltagende bank og myndighederne skete med dispensation fra erhvervsministeren, og projektet blev gennemført under strenge principper for håndtering af data. Alle data blev efter samkøringen anonymiseret, og de blev efterfølgende undersøgt i et sikret datalokale af analytikere med sikkerhedsgodkendelse. Ved afslutning af pilotprojektet blev data og harddiske destrueret.

Resultaterne af undersøgelsen viste, at myndighederne kunne blive bedre i stand til at identificere mistænkelig adfærd og frasortere ikke-relevante sager ved at samkøre bankers oplysninger om transaktioner med moms-, erhvervs- og underretningsdata.

Erfaringerne fra pilotprojektet dannede input til en arbejdsgruppe under Erhvervsministeriets ledelse. Arbejdsgruppen skulle se på, om der ved brug af data delt på tværs af banker og myndigheder kunne udvikles et effektivt fælles overvågnings- og analysesystem, som kunne bruges i arbejdet med at opspore og forebygge økonomisk kriminalitet.

Om bankernes ansvar i forhold til hvidvask

”Bankerne har en central rolle i den finansielle infrastruktur. Til det er kun at sige, at der følger et vigtigt samfundsansvar med den rolle. Et ansvar for, at deres forretning ikke misbruges til ulovlige aktiviteter.
(...)

Det er myndighedernes rolle at efterforske sager om hvidvask, hvis der opstår mistanke om ulovlige aktiviteter. Men det er i første omgang bankernes ansvar ikke at indlede kundeforhold, hvor der kan være tvivl om kundens reelle motiver.”

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Finans Danmarks årsmøde, 3. december 2018.

Nationalbankens regnskab og informationsvirksomhed

Pengepolitikken i Danmark varetages af Danmarks Nationalbank, som også udviklede sig som virksomhed i årene 2005-20.

Den generelle tendens til fald i det nominelle renteniveau efter finanskrisen gav en nedgang i Nationalbankens indtjening og lavere overskudsoverførsler til staten. For at forbedre forholdet mellem forventet afkast og risiko besluttede Nationalbanken i 2013 at eksponere en lille del af valutareserven mod aktier, virksomhedsobligationer og statsobligationer med lavere kreditvurdering. Det gav et positivt bidrag til indtjeningen.

Det samlede antal fuldtidsansatte i Nationalbanken faldt fra 521 i 2005 til 424 i 2020 svarende til et fald på omkring 20 pct. Reduktionen i antallet af medarbejdere afspejlede såvel udliciteringer og bortfald af arbejdsopgaver som tilkomst af nye arbejdsområder.

I 2020 flyttede Nationalbanken sit hovedsæde til et midlertidigt lejemål et andet sted i København for at give plads til en større og nødvendig renovering af den fredede bygning i Havnegade 5.

Finanskrisen gav behov for yderligere forbedringer af den finansielle statistik. Desuden blev der i 2010 indsat en bestemmelse i nationalbankloven om indsamling og anvendelse af statistiske oplysninger. Den gav Nationalbanken mulighed for at anvende oplysningerne fra de enkelte indberettende finansielle virksomheder i forbindelse med udførelsen af penge- og valutapolitikken og overvågningen af den finansielle stabilitet.

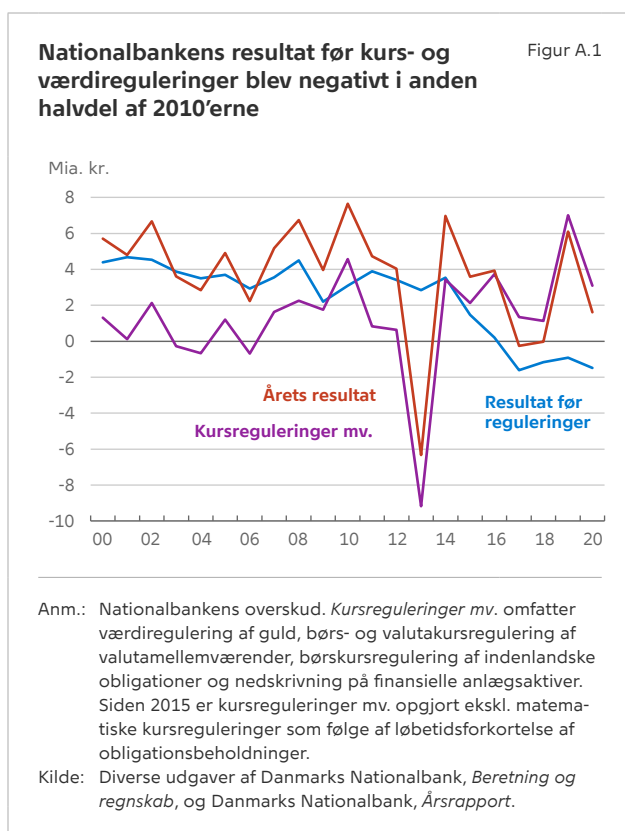
En mere klar og målrettet kommunikation af budskaber var en anden af de ting, som Nationalbanken arbejdede med efter finanskrisen. Rapporter og analyser blev offentliggjort enkeltvist og løbende i mere fokuserede og korte formater frem for at blive samlet i større publikationer, og formidlingen blev understøttet af visuelle elementer som ikoner og infografikker. Der blev også lagt vægt på at komme bredere ud med budskaber og viden for at øge det generelle kendskab til Nationalbankens formål og opgaver.

Nationalbankens regnskab i en verden med lave og negative renter

Den generelle tendens til fald i det nominelle renteniveau efter finanskrisen havde konsekvenser for Nationalbankens regnskabsresultater. Når renterne faldt og endda blev negative, kom der et lavt eller negativt indtjeningsbidrag fra Nationalbankens basisindtjening, som især består af møntningsgevinst og forrentning af aktiver svarende til egenkapitalen.¹

Møntningsgevinst er den gevinst, som Nationalbanken har ved at udstede sedler og mønter. Når pengeinstitutterne får udleveret kontanter, bliver deres indestående i Nationalbanken mindre. Nationalbankens møntningsgevinst afhænger derfor af forskellen mellem renten på pengeinstitutternes indlån i Nationalbanken og renten på det udestående kontantomløb, som er nul. Når indlånsrenten faldt, blev møntningsgevinsten mindre, og med negative indlånsrenter blev møntningsgevinsten negativ.

Den lavere basisindtjening viste sig i en nedgang i Nationalbankens resultat før kurs- og værdireguleringer, som blev negativt i den anden halvdel af 2010'erne, se figur A.1.



1 Se side 17-20 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell styring i Danmarks Nationalbank*, 2003.

For at forbedre forholdet mellem forventet afkast og risiko besluttede Nationalbanken i 2013 at eksponere en lille del af valutareserven mod aktier, virksomhedsobligationer og statsobligationer med lavere kreditvurdering.² Der var betydelige gevinster ved at sprede risikoen ud på lidt flere aktivkategorier. Samtidig var det dog vigtigt, at Nationalbanken bevarede en likvid valutareserve i euro, så den altid var i stand til at intervenere i valutamarkederne af hensyn til fastkurspolitikken.

Kursreguleringer mv. gav anledning til betydelige udsving i Nationalbankens resultat fra år til år, men i årene 2005-20 gav de samlet set et positivt indtjeningsbidrag på omkring 25 mia. kr. Heraf kom omkring 19,5 mia. kr. fra værdistigninger på Nationalbankens guldbeholdning som følge af højere guldpriser.³ Aktieeksponeringen i valutareserven bidrog i årene 2014-20 med et positivt indtjeningsbidrag på omkring 5,5 mia. kr.

Nationalbankens overskud efter henlæggelser til reserver blev som fastlagt i nationalbankloven overført til staten, men nedgangen i Nationalbankens basisindtjening gav sig udslag i lavere overskudsoverførsler. I årene 2017-20 fik staten ikke overført en andel af årets resultat, se figur A.2 og boks A.1. Ved fastlæggelsen af overskudsoverførslerne blev der taget hensyn til Nationalbankens konsolidering, og i hele perioden 2005-20 havde Nationalbankens egenkapital da også en størrelse, som svarede til en nogenlunde konstant andel af det nominelle BNP, se figur A.3.

De lave og negative nominelle renter viste sig også i forrentningen af statens konto i Nationalbanken, se figur A.4. Principperne for forrentningen af kontoen blev ændret flere gange i løbet af perioden 2005-20, herunder et par gange i den anden halvdel af 2010'erne, for at leve op til EU-traktatens forbud mod monetær finansiering i en verden med negative renter, se boks A.2.

2 Se side 21 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2013*; side 31 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2014*; side 23 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2015*.

3 Den historiske baggrund for Nationalbankens guldbeholdning og forvaltningen heraf er beskrevet i Kim Abildgren, Nationalbankens guld – et historisk overblik, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 25, oktober 2021.

Principper for disponering af Nationalbankens overskud

Boks A.1

Nationalbankens overskud efter henlæggelser til reserver tilfalder staten, se § 19 i nationalbankloven. I henhold til Nationalbankens reglement (§ 4, punkt 6) er det repræsentantskabet, som på grundlag af direktionens og bestyrelsens indstilling træffer beslutning om henlæggelser og anvendelse af overskuddet, og som søger godkendelse af regnskabet hos Den Kongelige Bankkommissær, dvs. den minister, som har Nationalbanken som ressortområde.

I årene 1995-2001 blev der benyttet følgende princip ved de årlige beslutninger om overskudsdisponeringen: Positive kursreguleringer blev henlagt til en kursreguleringsfond (en del af Nationalbankens egenkapital), mens negative kursreguleringer så vidt muligt blev dækket af kursreguleringsfonden. Efter overførsel til/fra kursreguleringsfonden blev 30 pct. af det beløb, der var til rådighed, henlagt til sikringsfonden (en anden del af Nationalbankens egenkapital) til konsolidering af Nationalbanken. De resterende 70 pct. blev overført til staten.

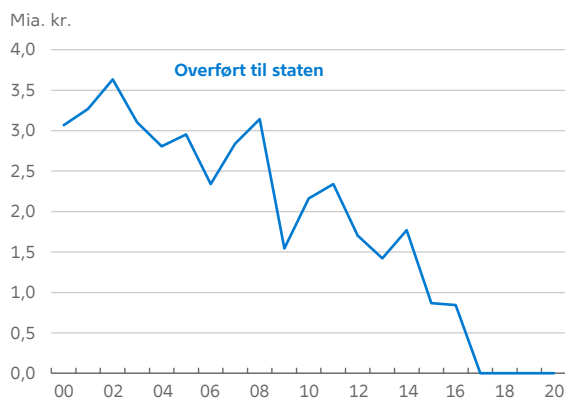
Andelen af resultatet, som blev overført til sikringsfonden efter overførsel til/fra kursreguleringsfonden, var i de følgende år 20 pct. (2002-07), 30 pct. (2008-10), 40 pct. (2011) og 50 pct. (2012-14). Ved disponeringen af resultatet blev der fra 2002 sigtet mod at fastholde sikringsfonden på et konstant reelt niveau af hensyn til konsolideringen af Nationalbanken.

I lyset af bl.a. den lave møntningsgevinst og forskydningen mellem renteindtægter og kursreguleringer blev principperne for disponeringen af Nationalbankens resultat taget op til fornyet overvejelse i 2014. Repræsentantskabet besluttede – og Den Kongelige Bankkommissær godkendte – at resultatdisponeringen fra 2015 skulle baseres på en ny model, hvor Nationalbanken overførte en andel af gennemsnittet af de seneste fem års regnskabsresultater ekskl. kursreguleringer på guld til staten. Den resterende del af årets resultat skulle henlægges til Nationalbankens sikringsfond. Overførselsprocenten skulle fastlægges med sigte på, at Nationalbankens egenkapital over tid voksede i takt med det nominelle BNP – medmindre der var et ekstraordinært behov for konsolidering. I årene 2015-16 blev overførselsprocenten fastsat til 30 pct., mens den for årene 2017-20 blev fastsat til 0 pct. Beslutningerne om ikke at overføre en andel af resultatet til staten i årene 2017-20 blev foretaget med henvisning til, at Nationalbankens indtjening i de kommende år måtte forventes at være meget lav eller udvise underskud som følge af de lave renter.

Kilde: Side 284-285 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010; diverse udgaver af Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, og Danmarks Nationalbank, *Årsrapport*.

Lavere overskudsoverførsel til staten

Figur A.2

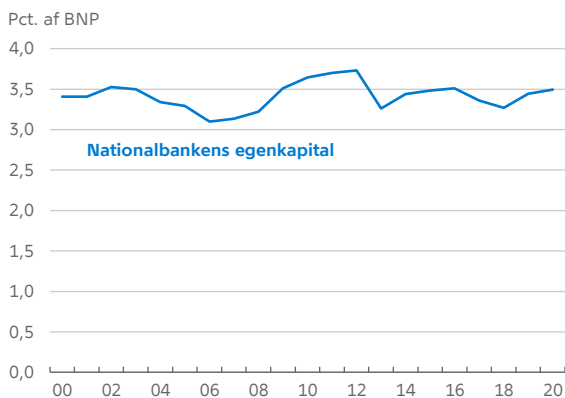


Anm.: Nationalbankens overskudsoverførsel til staten.

Kilde: Diverse udgaver af Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, og Danmarks Nationalbank, *Årsrapport*.

Stabil udvikling i Nationalbankens soliditet

Figur A.3

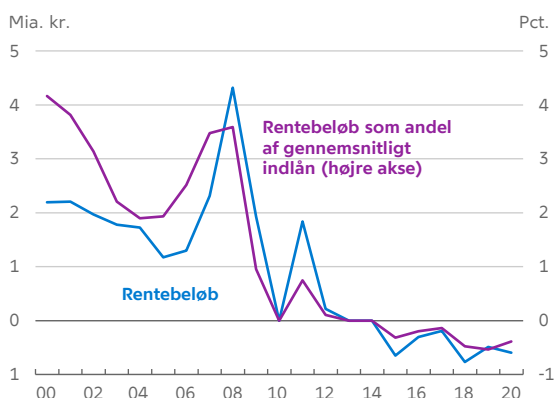


Anm.: Nationalbankens egenkapital.

Kilde: Diverse udgaver af Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, og Danmarks Nationalbank, *Årsrapport*; Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Lave og negative nominelle renter i anden halvdel af 2010'erne gav staten færre renteindtægter fra indlån i Nationalbanken

Figur A.4



Anm.: Rente til staten på dens indlån i Nationalbanken.
Gennemsnitligt indlån ultimo hver måned i året.

Kilde: Diverse udgaver af Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, og Danmarks Nationalbank, *Årsrapport*; Danmarks Nationalbank, Statistikbanken.

Forrentning af statens konto i Nationalbanken

Boks A.2

Den 1. januar 1996 blev principperne for forrentning af statens konto i Nationalbanken ændret, så det samlede indestående blev forrentet med diskontoen.

Med virkning fra 11. maj 2009 blev det besluttet at nedsætte rentesatsen for forrentning af statens indestående fra diskontoen til diskontoen minus 1 procentpoint, dog ikke til under 0 pct.

Fra 1. januar 2011 blev hele indeståendet på statens konto forrentet med foliorenten. Det blev ændret med virkning fra 9. februar 2015, så indestående over 100 mia. kr. blev forrentet med indskudsbevisrenten, mens indestående op til 100 mia. kr. blev forrentet med foliorenten. Forrentningen af kontoen blev ændret igen med virkning fra 1. januar 2018, så hele indeståendet blev forrentet med en usikret dag til dag-pengemarkedsrente. Ændringerne i 2015 og 2018 skete for at leve op til EU-traktatens forbud mod monetær finansiering i en situation med negative renter.

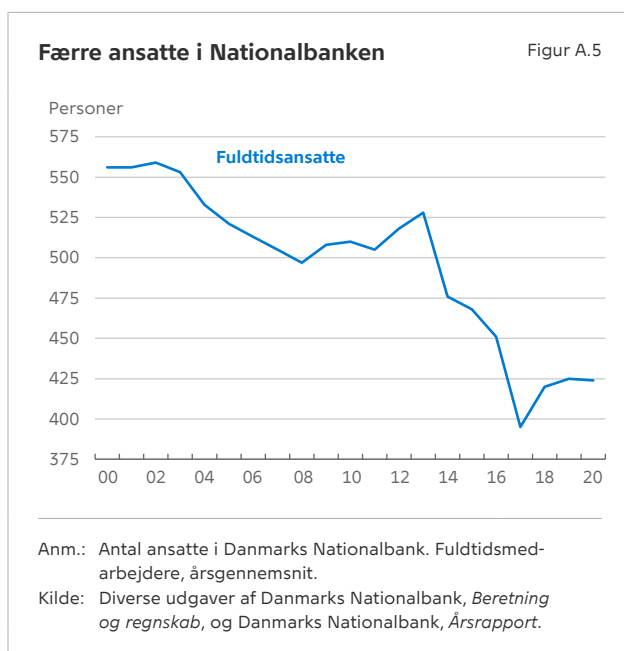
Kilde: Side 271 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010; side 22 i Kim Abildgren og Jens Thomsen, *Monetary Policy after the Crisis – Ten Lessons from a Fixed-Exchange-Rate Regime*, *SUERF Studies*, side 17-34, vol. 3, marts 2011; diverse udgaver af Finansministeriet, *Forslag til finanslov*; diverse udgaver af Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, og Danmarks Nationalbank, *Årsrapport*.

Færre ansatte trods nye opgaver

Det samlede antal fuldtidsansatte i Nationalbanken faldt fra 521 i 2005 til 424 i 2020 svarende til en reduktion på omkring 20 pct., se figur A.5. Den overordnede udvikling i antallet af medarbejdere afspejlede såvel udliciteringer og bortfald af arbejdsopgaver som tilkomst af nye arbejdsområder.

I årene 2008-2012 var der behov for flere medarbejdere til at varetage it-opgaver og arbejdet med finansiell stabilitet under finanskrisen.⁴

I slutningen af 2013 blev der indledt en proces med en større reduktion i medarbejderantallet ud fra en overordnet vurdering af bankens kerneopgaver. Desuden var det ekstraordinære arbejdspress som følge af finanskrisen aftaget.⁵ Beslutningen i 2014 om at udlicitere produktionen af sedler og mønter gav ligeledes behov for færre ansatte i årene derefter, se kapitel 9. Det samme gjorde udliciteringen af en række drifts- og udviklingsopgaver på it-området i 2017.⁶



⁴ Se side 25 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2008*; side 24 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2009*; side 30 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2012*.

⁵ Se side 15-16 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2013*; side 16 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2014*.

⁶ Se side 14 og 18 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2017*.

Trods den langsigtede tendens i retning af færre ansatte var der også nye initiativer, som isoleret set gav behov for flere medarbejdere, fx oprettelsen af et kreditregister og fokus på cybersikkerhed. Endvidere blev der i 2016 oprettet en forskningsenhed for at styrke samarbejdet med både nationale og internationale universiteter og andre forskningsenheder.⁷ Stigningen i antallet af medarbejdere efter 2017 afspejlede et behov for at styrke bemandingen inden for finansiel stabilitet, it samt ejendoms- og bygningsvedligeholdelse.⁸ Desuden blev der i 2019 tilført ekstra mandskabsressourcer til dataanalyse på tværs af organisationen, bl.a. til håndtering af store data-mængder (big data) og anvendelse af maskinlæring (machine learning).⁹

Nationalbankens bygninger

I årene 2007-08 flyttede medarbejderne i kontorbygningen i Niels Juels Gade 7 i København til ledige lokaler i Nationalbankens hovedbygning i Havnegade 5 i København. Ejendommen i Niels Juels Gade blev derefter udlejet i en år-række og afhændet i 2016. Nationalbanken havde oprindeligt erhvervet ejendommen i 1993.¹⁰

Møntproduktionen blev i 2012 flyttet fra lokaler på Solmarksvej 5 i Brøndby til lokaler i hovedbygningen i Havnegade. Nationalbanken havde oprindeligt erhvervet grunden på Solmarksvej i 1975 og derefter opført produktions-lokalerne, som kunne tages i brug af Den Kgl. Mønt i 1978. Nationalbanken solgte ejendommen i Brøndby i 2015.¹¹

Efter disse ejendomssalg ejede Nationalbanken alene kontorlokaler i Havnegade. Hertil kom repræsentationslokaler i Nyhavn 18 i København, som også indeholdt gæstelejligheder for udenlandske forskere og kunstnere.¹²

Nationalbankens hovedbygning i Havnegade 5 er tegnet af arkitekt Arne Jacobsen og blev opført i årene 1965-78.¹³ I 2009 besluttede Kulturarvsstyrelsen¹⁴ at frede bygningen på grund af dens arkitektoniske og

7 Se side 18 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2016*.

8 Se side 18 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2018*.

9 Se side 18 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2019*.

10 Se side 69 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1993*; side 95-96 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2006*; side 30 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2016*.

11 Se side 20 i Danmarks Nationalbank, *Den kongelige Mønt*, 1983; side 32 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2011*; side 32 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2012*; side 30 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2015*.

12 Nationalbanken købte ejendommen Nyhavn 18 i 1970, se side 85-86 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1968*; side 68-69 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1970*; side 95 og 100 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2006*.

13 En omfattende samling af fotografier af bygningen og dens indretning findes i bogen Danmarks Nationalbank, *Nationalbankens bygning*, 3. udgave, 2016. I 2021 lagde Nationalbanken 3 små film på sin hjemmeside, som gav offentligheden mulighed for et virtuelt besøg i den ikoniske bygning i Havnegade. Billeder af alle Nationalbankens hovedsæder side 1818 kan ses på side 16 i Kim Abildgren, *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls, 2018.

14 Fra 2012 en del af Kulturstyrelsen og fra 2016 en del af Slots- og Kulturstyrelsen, se side 6 i *Årsrapport 2014 for Kulturstyrelsen*; side 6 i *Årsrapport 2016 for Slots- og Kulturstyrelsen*.

kulturhistoriske værdier. Fredningen indebar bl.a., at Nationalbanken skal søge om Kulturarvsstyrelsens tilladelse, før der kan foretages bygningsarbejder ud over almindelig vedligeholdelse.¹⁵

Som ejer af den fredede Arne Jacobsen-bygning er det Nationalbankens ansvar at værne om husets udtryk og bevare kulturarven for eftertiden. I 2020 flyttede Nationalbanken sit hovedsæde til et midlertidigt lejemål på Langelinie Allé 47 i København for at give plads til en større og nødvendig restaurering og renovering af bygningen i Havnegade. Den omfatter bl.a. sikring mod havvandsstigning og skybrud, udskiftning af marmor- og glasfacader, PCB-sanering og forbedring af brandsikkerhed, indretning og indeklima. Endvidere skal indretningen af bygningen gøres mere tidssvarende og fleksibel, så den kan leve op til de krav, som stilles til en moderne arbejdsplads. Al istandsættelse og indretning foretages med respekt for Arne Jacobsens arkitektur og i tæt dialog med Slots- og Kulturstyrelsen.¹⁶

Det blev i 2020 vurderet, at projektet med at restaurere og renovere Havnegade 5 ville vare frem til 2028.

Mere klar og målrettet kommunikation

Som nævnt i kapitel 2 blev det i rapporten fra Rangvid-udvalget fremført, at Nationalbanken havde været mindre klar i sin kommunikation omkring risici i den finansielle sektor forud for finanskrisen. Derfor var en mere klar og målrettet kommunikation af budskaber en af de ting, som Nationalbanken arbejdede med efter krisen.

Fra 2013 kunne offentligheden følge Nationalbankens pressemøder live på Nationalbankens hjemmeside, og i 2016 omlagde Nationalbanken sin vifte af publikationer, så rapporter og analyser blev offentliggjort enkeltvist og løbende i mere målrettede, fokuserede og korte formater frem for at blive samlet i større publikationer.¹⁷ I det nye publikationsdesign blev formidling af klare budskaber understøttet af punktopsummeringer og visuelle elementer som ikoner og infografikker.

15 Se side 25 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2009*.

16 Se side 18 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2019*; side 7 og 16 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2020*; side 18 i Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2021*.

17 Se side 28 i Kim Abildgren, *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls, 2018.

Om Nationalbankens kommunikation

"Nowadays our communication is not only targeting people in the financial markets. We have started a journey on which we aim to communicate much broader and wish to reach all Danes in an effort to pave the way for their understanding of why there is a central bank and what we are doing.

We are not publishing traditional quarterly review anymore. The publication has been cut into slices and is now released on an ongoing basis. We are now working with five different target groups: The professionals, the public servants, the academic community, the journalist and the politician. Publications are edited and targeted to audience groups."

Citat fra nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved ECB Central Bank Communications Conference, 15. november 2017.

Der blev også lagt vægt på at komme bredere ud med budskaber og viden for at øge det generelle kendskab til Nationalbankens formål og opgaver. De sociale medier blev taget i brug (Twitter i 2011; LinkedIn i 2013; Facebook i 2018), og fra 2017 deltog Nationalbanken i Folkemødet på Bornholm. I 2018 udarbejdede Nationalbanken et nyt undervisningsmateriale til brug for elever på de gymnasiale uddannelser for at øge deres viden om prisstabilitet, valutakurspolitik og bankernes rolle i økonomien, og fra 2020 deltog Nationalbanken i Finans Danmarks Pengeuge for at styrke den finansielle forståelse blandt grundskoleelever i 7.-9. klasse. I 2020 lancerede Nationalbanken også en serie med podcasts, hvor bankens økonomer og øvrige eksperter kunne fortælle om deres arbejde med at analysere økonomien, overvåge den finansielle stabilitet og udføre pengepolitikken.

Efterspørgslen på trykte publikationer faldt gennem årene, og i 2014 gik Nationalbanken over til alene at udgive publikationer i elektroniske formater.

Forbedringer af den finansielle statistik og ny statistikbestemmelse i nationalbankloven

Nationalbankens statistikproduktion var gennem 1990'erne og første del af 2000'erne gradvist blevet omlagt og udbygget, så statistikkerne fulgte internationale standarder og manualer for økonomisk statistik, herunder standarder udarbejdet af Den Europæiske Centralbank, ECB.¹⁸ Det sikrede, at de danske finansielle statistikker kunne sammenlignes med tilsvarende data fra andre lande, og at statistikkerne løbende blev holdt ajour i takt med opdateringen af de internationale standarder og manualer.¹⁹ Desuden var samarbejdet med Danmarks Statistik blevet intensiveret og formaliseret, og i 2000 fik Nationalbanken egen statistikhjemmel på det finansielle område via en ændring af lov om Danmarks Statistik, som gav Danmarks

18 Se side 275 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010.

19 Se side 28 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2012*.

Statistik mulighed for at overdrage opgaven med at indsamle, bearbejde og offentliggøre finansiell statistik til Nationalbanken.²⁰

I 2010 blev der indsat en bestemmelse i nationalbankloven (§ 14a) om Nationalbankens indsamling og anvendelse af statistiske oplysninger.²¹ Den gav Nationalbanken mulighed for at anvende oplysningerne fra de enkelte indberettende finansielle virksomheder i forbindelse med udførelsen af penge- og valutapolitikken og overvågningen af den finansielle stabilitet. Det var ikke muligt med oplysninger indsamlet på basis af Nationalbankens statistikhjemmel i lov om Danmarks Statistik – disse oplysninger kunne kun bruges til at lave statistik. Nationalbankens statistikhjemmel i lov om Danmarks Statistik blev ophævet i forbindelse med indsættelsen af den nye statistikhjemmel i nationalbankloven.²²

Om hjemmel i nationalbankloven til at indsamle statistik

“(…) Danmarks Nationalbank’s increased statistical activity has been strengthened by the recent amendment of the statutory basis that allows Danmarks Nationalbank to collect statistical information independently for purposes such as macroprudential work, meaning the interplay between the real economy and the general health of the financial sector. It will further more be possible for the Nationalbank to use the collected data for individual respondents in its general work and thus not only for general statistical purposes. This work will be strengthened considerably in the coming years in cooperation with the Danish Financial Supervisory Authority and international players such as the ECB and the new European Systemic Risk Board.”

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale på Nordic Statisticians Meeting, 12. august 2010.

20 Se side 275-279 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010.

21 Se side 278-279 i Kim Abildgren, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen, *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Rosendahls-SchultzGrafisk, 2010; side 26 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2010*; side 28 i Kim Abildgren, *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls, 2018.

22 Med lovændringen i 2010 fik Nationalbanken også bemyndigelse til at videregive fortrolige statistiske oplysninger i forbindelse med sit arbejde i Det Europæiske System af Centralbanker, ESCB, og Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, ESRB. En ændring af nationalbanklovens § 14a i juni 2021 præciserede kredsen af virksomheder, som havde pligt til at indberette oplysninger til Nationalbanken, og som noget nyt blev bl.a. også virksomheder med en rolle i betalingsinfrastrukturen indberetningspligtige. Endvidere blev Nationalbankens hjemmel til at anvende de indhentede oplysninger til at løse Nationalbankens opgaver præciseret (herunder brugen af oplysninger om fysiske personer indsamlet fra finansielle virksomheder, fx oplysninger om kundernes lån og betalinger), og Nationalbankens muligheder for at videregive fortrolige oplysninger til andre relevante nationale myndigheder mfl. blev udvidet. Endelig blev der med en omformulering af nationalbanklovens § 20 indsat en særlig lovbestemt tavshedspligt omkring fortrolige oplysninger for alle ansatte i Nationalbanken samt medlemmer af bankens repræsentantskab og bestyrelse, se lov nr. 1163 af 8. juni 2021 og bemærkningerne hertil i lovforslag nr. L 193 fremsat af erhvervsministeren den 24. marts 2021.

Udlånsundersøgelsen var en af de nye statistikker, som Nationalbanken begyndte at producere. Statistikken byggede på vurderinger fra kreditcheferne i de største penge- og realkreditinstitutter om ændringer i udlånspolitikken og forventninger til kreditudviklingen i det kommende kvartal. Undersøgelsen var inspireret af tilsvarende undersøgelser foretaget af centralbanker i andre lande og blev offentliggjort første gang i januar 2009. Den kom dermed i rette tid til at spille en vigtig rolle i forbindelse med vurderingen af kreditvilkårene under finanskrisen.²³

Om Nationalbankens udlånsundersøgelse

"It saw the light of day in early 2009 with the 4th quarter of 2008 as the first observation. The lending survey represents qualitative statistics that provide information on the underlying factors and the development in lending by banks and mortgage-credit institutes. The survey was launched at just the right time. For instance, it helped us in our assessment that the crisis has not given rise to an outright credit crunch in Denmark."

Citat fra nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale på Nordic Statisticians Meeting, 12. august 2010.

Om behovet for et kreditregister

"Et register over de enkelte kreditter og forskellig tilhørende oplysninger om debitor, sikkerhed mv. vil forbedre grundlaget for Nationalbankens overvågning af den finansielle stabilitet og for Finanstilsynets tilsynsvirksomhed.

Men vi er også klar over, at kreditregisteret vil påføre sektoren et stort arbejde med først at etablere indberetningerne og derefter løbende at indberette oplysningerne. Ikke alene ser vi kreditregisteret som nødvendigt for Nationalbankens og Finanstilsynets arbejde med at sikre finansiell stabilitet, men opbygningen af registeret vil også bidrage til, at de danske overvågnings- og tilsynsredskaber som minimum er fuldt på niveau med det øvrige Europa, hvor bl.a. euroområdet har besluttet at etablere et tilsvarende register med virkning fra ultimo 2016."

Citat fra nationalbankdirektør Hugo Frey Jensens tale ved Finansrådets direktørkonference, 8. september 2014.

23 Se side 22-23 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2008*; Carina Moselund Jensen og Tania Al-Zagheer Sass, Nationalbankens udlånsundersøgelse – Ny statistik over ændringer i penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, side 81-86, vol. 48(1), marts 2009.

I 2012 indgik Nationalbanken og Danmarks Statistik en aftale om i samarbejde at udarbejde en årlig husstandsbase (individbase) formue- og gældsstatistik. Statistikken blev offentliggjort første gang i 2015 og gav et bedre grundlag for at vurdere betydningen af husholdningernes gæld for den finansielle og makroøkonomiske stabilitet og for at analysere pensionssystemets rolle i dansk økonomi.²⁴

Overvågningen af den finansielle stabilitet blev ligeledes styrket af det kreditregister med detaljerede oplysninger om penge- og realkreditinstitutternes udlån til alle typer af låntagere, som Nationalbanken i 2014 besluttede at oprette i samarbejde med Finanstilsynet. Der var i eurolandene på daværende tidspunkt allerede planer om et sådant register over bankernes udlån til virksomheder, og med et tilsvarende dansk register ville de danske overvågnings- og tilsynsredskaber komme på niveau med det øvrige Europa og dermed bidrage til at sikre tilliden til det danske finansielle system.²⁵ Indholdet i det danske kreditregister blev fastlagt med udgangspunkt i variabellisten for det europæiske kreditregister – dog med en tilpasning til en dansk kontekst, da det danske kreditregister skulle omfatte lån til såvel virksomheder som husholdninger. De detaljerede oplysninger i kreditregisteret gjorde det muligt at følge udviklingstendenser og sammenhænge på tværs af de enkelte lån og låntagere, som det ikke var muligt at aflæse i mere aggregerede statistikker. De første indberetninger til kreditregisteret blev foretaget i slutningen af 2019, og Nationalbanken anvendte for første gang data fra registeret i sin stresstest af banksystemet i slutningen af 2020.²⁶

Nationalbankens 200-års jubilæum i 2018

Den 4. juli 1818 underskrev Kong Frederik 6. en lov (oktroj), som gav Nationalbanken tilladelse til at drive centralbankvirksomhed og eneret på at udstede pengesedler. I 2018 var det dermed 200 år siden, at Nationalbanken blev oprettet, og jubilæumsåret blev markeret med en række aktiviteter, som var med til at åbne banken for omverdenen.²⁷

På selve jubilæumsdagen den 4. juli 2018 blev der afholdt en reception for en række eksterne samarbejdspartnere, hvor bl.a. Hendes Majestæt Dronning Margrethe deltog sammen med repræsentanter fra Folketinget. Den officielle del af programmet indeholdt taler af såvel formanden for Nationalbankens direktion²⁸ som Den Kongelige Bankkommissær og blev livestreamet på Nationalbankens hjemmeside og Nationalbankens facebook-side.

24 Se side 28 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2012*; side 14-15 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2015*.

25 Se side 14 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2014*; side 12 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2016*.

26 Se meddelelsen *Stort dataprojekt styrker Danmarks finansielle stabilitet* fra BEC Financial Technologies, 13. november 2019; meddelelsen *Nyt stort projekt i Bankdata skal afværge potentiell finanskrise i fremtiden* fra Bankdata, 8. november 2019; side 2 i Danmarks Nationalbank, *Enkelte banker overskrider kapitalkrav i stresstest, Danmarks Nationalbank Analyse (Stresstest)*, nr. 27, december 2020.

27 Se side 7 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2018*.

28 Se nationalbankdirektør Lars Rohdes tale ved Nationalbankens 200-års jubilæum 4. juli 2018, www.nationalbanken.dk.

Samme dag udkom en jubilæumsbog og et hæfte, som i tekst og billeder gav et kort rids over Nationalbankens 200-årige historie med hovedvægten på de dele, som var særlig interessante set med nutidens øjne. Derudover udgav Nationalbanken en bog om Danmarks mønthistorie indtil 1550 med den nyeste viden om bl.a. anvendelse af mønter som betalingsmiddel i forskellige dele af samfundet. Denne velillustrerede bog var udarbejdet af medarbejdere ved Den Kongelige Mønt og Medailliesamling på Nationalmuseet.²⁹

I forbindelse med jubilæet blev der vist en interaktiv udstilling i Nationalbankens forhal i Havnegade i København. Udstillingen fortalte bankens historie og formidlede gennem spil og aktiviteter Nationalbankens opgaver i forbindelse med fastkurspolitikken og finansielle kriser. Udstillingen var i en periode i efteråret 2018 opstillet på Industrimuseet i Horsens og indgik derefter i Nationalbankens undervisning af gymnasieklasser.

I oktober 2018 deltog Nationalbanken for første gang i den københavnske kulturbegivenhed *Kulturnatten*, hvor der var mulighed for at få en rundvisning i banken og tale med nogle af bankens medarbejdere.

I september 2018 afholdt Nationalbanken en faglig konference for en række internationale samarbejdspartnere. Konferencen var arrangeret i samarbejde med Bank for International Settlements, BIS, og havde bl.a. indlæg fra centralbankchefer og internationalt anerkendte økonomer på programmet. Blandt emnerne var ukonventionelle pengepolitiske tiltag og udfordringer for centralbanker i specielt mindre og åbne økonomier.³⁰

Som led i markeringen af 200-årsjubilæet gav Nationalbanken økonomisk støtte til professorater inden for nationaløkonomi.³¹ Hver donation bestod af et årligt støttebeløb på 1 mio. kr. i fem år, som kunne anvendes til løn til den fuldtidsansatte professor og dækning af omkostninger til lokaler, rejser mv. i tilknytning til professoratet. Der var mulighed for, at professoraterne kunne forlænges med en treårig periode. Aarhus Universitet og Københavns Universitet blev valgt som modtagere af donationerne efter en åben proces i 2016, hvor alle landets universiteter og handelshøjskoler blev opfordret til at søge om at komme i betragtning.³²

29 Se Kim Abildgren, *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls, 2018 (med tilhørende web-appendiks); Danmarks Nationalbank, *Danmarks Nationalbank 200 år, 2018*; Michael Andersen og Tine Bonde Christensen (red.), *Denar til daler. Danmarks mønthistorie indtil 1550*, Danmarks Nationalbank, 2018. Alle publikationer er frit tilgængelige på www.nationalbanken.dk

30 Papirerne fra konferencen kan ses på www.nationalbanken.dk, se Danmarks Nationalbank og BIS, *Monetary policy spillovers in a financially integrated world. Conference proceedings*, Joint Danmarks Nationalbank – BIS conference to mark the 200th anniversary of Danmarks Nationalbank, Copenhagen, 7-8 September 2018.

31 Se *Danmarks Nationalbank markerer sit 200-års jubilæum i 2018 ved at støtte oprettelsen af to nationaløkonomiske professorater*, åbent brev fra Danmarks Nationalbank til universiteter og handelshøjskoler i Danmark, 27. juni 2016; pressemeddelelsen *Nationalbanken støtter professorater* fra Danmarks Nationalbank, 16. december 2016; side 14 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2016*.

32 Københavns Universitet besluttede i februar 2018 at tildele professoratet til Emiliano Santoro, mens Aarhus Universitet i december 2018 besluttede at tildele professoratet til Mark Weder.

Om donationer til professorater i forbindelse med Nationalbankens 200-års jubilæum i 2018

”Vi ønsker at styrke den nationaløkonomiske forskning i Danmark, som er relevant for Nationalbankens arbejde. Vi håber også, at det bidrager til at højne niveauet generelt og dermed forbedre vores mulighed for at rekruttere højt kvalificerede medarbejdere med nationaløkonomisk baggrund.”

Udtalelse fra nationalbankdirektør Lars Rohde i pressemeddelelsen *Nationalbanken støtter professorater*, 16. december 2016.

