

Den danske finanskrise - kan det ske igen?

OG SÅ KIGGER I JER GODT OMKRING
I DET ØKONOMISKE LANDSKAB



Roald Ahn 15/12 12

BLIND TILLID

Tænk tanken Kraka har sat to af de vise mænd, der ikke så den forrige krise komme, til at opdage den næste.

kraka

finanskrise-
kommissionen

Den danske finanskriser

– kan det ske igen?

Indholdsfortegnelse

Forord 5

- 1. De centrale udfordringer for Danmark 9**
 - 1.1 Hvor skal der sættes ind herfra? 12
- 2. Finanspolitisk stabilisering 21**
 - 2.1 Opbygningen af finansiel sårbarhed 22
 - 2.2 Finanspolitikken i 00'erne 26
 - 2.3 Retorikken omkring finanspolitikken 29
 - 2.4 Finanspolitikken fremover 30
- 3. Fastkurspolitik, nye låneformer og pengeinstitutternes låntagning i udlandet 33**
 - 3.1 Pengepolitisk stress 34
 - 3.2 Andre udfordringer for fastkurspolitikken 37
 - 3.3 Valutareserven er forøget for at understøtte tilliden til fastkurspolitikken 38
 - 3.4 Bankpakke 1 dæmpede behovet for pengepolitiske renteforhøjelser, men skabte andre risici 41
 - 3.5 Pengeinstitutternes indlånsunderskud – er der fortsat en udfordring? 42
 - 3.6 Pengeinstitutterne har øget beholdningerne af realkreditobligationer – risiko for negativt samspil 44
- 4. Udviklingen på boligmarkedet 49**
 - 4.1 Det samlede billede 51
 - 4.2 Den økonomiske politik destabiliserede boligmarkederne 53
 - 4.3 De nye låneformer – udbredte og problematiske 55
 - 4.4 Boligejernes bruttogæld er steget 61
 - 4.5 Behov for at begrænse anvendelsen af de nye låneformer 66
 - 4.6 Boligskattestoppet destabiliserer økonomien og virker tilfældigt omfordelende 68
- 5. Kreditgivningen og konjunkturudsvingene 73**
 - 5.1 Kreditudviklingen 74
 - 5.2 Bankernes solvens og omslag i udlån 77
 - 5.3 Skyldtes kredittilbageslaget udlånspolitikken eller virksomhederne? 79
 - 5.4 Geografi, branche og størrelse 80
- 6. Kapitalkrav 85**
 - 6.1 Kreditinstitutterne er lavt kapitaliseret 86
 - 6.2 Lav kapitalisering er samfundsøkonomisk u hensigtsmæssigt 88
 - 6.3 Kapitalkravene blev lempet væsentligt i 2007/2008 90
 - 6.4 De risikovægtede kapitalmål er forbundet med væsentlige usikkerheder 96
 - 6.5 Omkostningerne ved højere kapitalkrav er moderate 100
 - 6.6 SIFI-aftalen – uheldigt fokus og for lempelig 102
 - 6.7 Mere kapital og øget tilskyndelse til stærk kapitalisering 105

7.	Det Systemiske Risikoråd og makroprudentiel regulering	111
7.1	Det Systemiske Risikoråds opgaver	113
7.2	Flere resurser til uafhængige analyser af finansiel regulering	117
8.	Krisehåndtering, genopretning og afvikling af kreditinstitutter	119
8.1	Bankerne blev reddet	120
8.2	Implicit statsgaranti	121
8.3	Effektiv krisehåndtering er nødvendig	124
8.4	Krisehåndteringsdirektivet	125
9.	Bør Danmark deltage i Bankunionen?	133
9.1	Elementerne i Bankunionen	134
9.2	Nogle effekter af en bankunion	138
10.	Detailregulering og kontrol	145
10.1	Risici ved ny styringsmodel	147
10.2	Kravene til bestyrelserne	147
10.3	Regulering af selskabsledelse – Fra soft til hard law og øget kompetence til Finanstilsynet	149
10.4	Advokaternes rolle – ”Legal audit”?	150
10.5	Stemmerets- og ejerbegrænsninger	151
10.6	Ekstern revision – formål og kommunikation	153
11.	Konkurrencen på det danske bankmarked	165
11.1	Behov for øget konkurrence på markedet for finansielle ydelser	166
11.2	Set i et internationalt perspektiv er der lidt konkurrence på bankmarkedet i Danmark	167
11.3	Den nye regulerings betydning for konkurrencen	169
11.4	Det skal være lettere at skifte bank	171
	Baggrundsrapporter og -notater	175

Forord

Den 13. december 2012 lancerede Kraka Finanskrisekommissionen. Sigtet med arbejdet har været fremadrettet – det handler om at reducere risikoen for makroøkonomisk og finansiell ustabilitet i fremtiden på en effektiv måde, dvs. uden at svække vækstgrundlaget unødigt. Professor Torben M. Andersen og professor Peter Birch Sørensen har sammen med Kraka stået for arbejdet.

Arbejdet har været todelt. Det primære sigte var fra begyndelsen at lave grundige empiriskbaserede analyser, der kunne komme med nogle bedre svar på centrale spørgsmål, som har betydning for kriseforståelsen og for den fremadrettede politik og regulering. Disse analyser er samlet i en bilagsrapport og kan også findes på Finanskrisekommissionens hjemmeside: www.finanskrisekommissionen.dk, på www.kraka.dk og på en særskilt CD.

Analyserne er udarbejdet af Finanskrisekommissionens sekretariat, og på nogle områder offentliggøres også egentlige delrapporter, som går mere i detaljen på enkeltområder. Det gælder fx omkring prisdannelsen på boligmarkedet, ekstern revision af kreditinstitutter, valutakurspolitikken under krisen, de økonomiske effekter af nye kapitalkrav i Danmark og spørgsmålet om dansk medlemskab af EU's Bankunion.

Forskere fra Københavns og Syddansk Universitet, henholdsvis Professor Linda Nielsen og Professor Asbjørn Sonne Nørgaard, har også bidraget med rapporter om hhv. advokaternes rolle og betydningen af den politiske retorik for den økonomiske udvikling. Desuden har Post. Doc. Mette Winther Løfquist, Syddansk Universitet, bidraget med et notat om overgangen fra såkaldt "soft" til "hard law" i virksomhedsledelsen i danske pengeinstitutter.

Det har fra starten være målet, at analyseresultater løbende skulle offentliggøres. Dette er i et vist omfang sket med bidrag i dagspressen. De fleste analyser er desuden præsenteret på fire konferencer, som Finanskrisekommissionen har afholdt undervejs, og som blev løftet væsentligt af glimrende oplæg fra en række eksperter og et stort og spørgelystent publikum.¹ Desuden er mange analyser drøftet i en følgegruppe med eksperter fra den finansielle sektor.² De skal have en meget stor tak for indsatsen. Samtidigt skal det understreges, at de på ingen måde står til ansvar for vores analyser og anbefalinger mv. Tværtimod håber vi på fortsat konstruktiv og kritisk dialog efter offentliggørelsen.

I den sidste fase har arbejdet været koncentreret om at skrive denne rapport, som i en relativt kort form forsøger at give en sammenhængende fremstilling og fortolkning af det bagvedliggende analysearbejde, og som samtidigt fremlægger konkrete politikforslag på de områder, hvor vi mener, der er fundet et belæg for det. Alle sten er ikke vendt, og derfor er rapporten struktureret som en række nedslag i diskussionen om finansiell og økonomisk stabilitet med afsæt i de analyser, som er udarbejdet. Mange forslag kræver også videre bearbejdning.

I rapporten er der især fokus på de forhold, der har ført til kraftige økonomiske udsving i Danmark, og som forøgede Danmarks sårbarhed over for den internationale finanskrise.

1. Mange af disse indlæg er filmet og kan findes på Krakas hjemmeside, i andre tilfælde er oplægsholdernes "slides" tilgængelige.
2. To ekspertgrupper har løbende bidraget: En gruppe dækkede hele kommissionens arbejde, en anden havde særlig fokus på "Corporate Governance".

Desuden forsøger vi at vurdere, om den nye finansielle regulering i kølvandet på krisen er skruet rigtigt sammen – eller om vi kunne gøre det bedre. Analyserne og rapporten fokuserer således primært på Danmark og de forhold, der knytter sig til finansiell og makroøkonomisk stabilitet herhjemme – og ikke på den internationale finanskriser.

Eller for at gentage et særdeles kendt Kierkegaard citat, som flugter med Roald Als fine karikatur på forsiden: "Livet forstås baglæns, men må leves forlæns". Det må vi også erkende, når vi ser tilbage på egne og andre økonomers vurderinger i 00'erne. En del af vores kritik af dansk økonomisk politik i 00'erne er således også en selvkritik. Noget af det, der kendetegner finanskriser, er, at kun de færreste forudser dem. Men som økonomer har vi en pligt til at spørge, hvad vi kan lære af krisen, og hvordan vi kan mindske risikoen for, at vi igen havner i en så alvorlig situation som den, der i 2008 og 2009 bragte Danmark tæt på afgrundens rand. Rapporten er vort bidrag til denne vigtige diskussion.

22.oktober 2014

Krakas Finanskrisekommission

Torben M. Andersen Peter Birch Sørensen Jakob Hald Peter Mogensen Jens Hauch

Tak til medarbejdere i Finanskrisekommissionen

Jens Hauch, sekretariatschef og kommissionsmedlem

Christian Heebøll-Christensen, ledende økonom

Lars Jensen, økonom

Nikolaj Warming Larsen, ledende økonom

Alexander Karlsson, student

Jonas Korsgaard Christiansen, student

Rasmus Bisgaard Larsen, student

Korttidsansatte medarbejdere

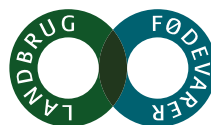
Christian Helbo Andersen, økonom

Palle Sørensen, ph.d.-studerende

Rune Ledgaard Sørensen, cand.merc

Nicolai Kaarsen, økonom

Tak til vores sponsorer



Tak til deltagerne i vores ekspertudvalg

Ekspertudvalget i Finanskrisekommissionen

Anders Dam, administrerende direktør, Jyske Bank

Bent Naur, næstformand, Finansiell stabilitet

Christian Ellegaard, administrerende direktør, Berendsen

Curt Liliegreen, sekretariatschef, Boligøkonomisk Videnscenter

Finn L. Meyer, statsautoriseret revisor, Partner, EY

Finn Lauritzen, direktør, Öresundskomiteen

Henning Kruuse Petersen, tidligere formand, Finansiell stabilitet

Jesper Berg, bankdirektør, Nykredit

Lars Nørby Johansen, bestyrelsesformand mv.

Lars Storr-Hansen, administrerende direktør, Dansk Byggeri

Lars Svenning Andersen, advokat og partner i Bech-Bruun, formand for Danske Advokater

Thomas Maarbjerg Hansen, advokat, partner, Plesner

Yderligere deltagere i ekspertudvalget for corporate governance

Mette Winther Løfquist, post.doc., Jura, Syddansk Universitet

Steen Jensen, partner, Bech-Bruun

kraka



1. De centrale udfordringer for Danmark

Det er velkendt, at de økonomiske op- og nedture, Danmark er udsat for, ikke kun er selvpåførte. En del kommer udefra, så selvfølgelig måtte den dybe internationale krise i 2008-2009 også ramme Danmark. Det vil også ske fremover.

Danmark er ikke en ø

Men dansk økonomi var sårbar, da den internationale finanskrisen eskalerede i efteråret 2008. Danmark blev ramt hårdere end nabolandene, og det har taget længere tid at komme tilbage på sporet igen. Det skyldtes i stor udstrækning beslutninger, som danske myndigheder traf i årene op til krisen. Økonomien og boligmarkedet blev overophedet, konkurrenceevnen blev svækket, og husholdningerne opbyggede en høj bruttogæld.

Men Danmark havde gjort sig sårbar

Desuden var den finansielle sektor sårbar efter en periode med kraftig udlånsvækst. Solvensen var lav, og mange større pengeinstitutter havde opbygget en stor gæld med kort løbetid til udenlandske finansielle virksomheder. Det medførte problemer med at refinansiere de korte lån, da det internationale pengemarked frøs til. Samtidigt medførte finanskrisen pres på den danske fastkurspolitik, og Nationalbanken måtte sætte det pengepolitiske rentespænd, dvs. forskellen mellem Den Europæiske Centralbanks (ECB's) rente og den danske rente, op på et meget kritisk tidspunkt. Disse faktorer var med til at forstærke faldet i boligpriserne og gøre krisen dybere.

Usikkerheden om den finansielle sektors styrke og presset på Nationalbankens valutareserve betød, at de danske myndigheder besluttede at give en fuldt dækkende statsgaranti til den finansielle sektor. Danmark er det land – næst efter Irland – som gav de mest omfattende garantier og tilsagn om kapitalindsud mv. til den finansielle sektor fra 2008-2012. Man skal formentlig tilbage til Albertiskandalen i 1908 for at finde en situation, hvor staten har taget lignende risici på skatteborgernes vegne.

Dansk økonomi var på vej ind i en afmatning, da krisen ramte. I 2007 var forventningen, at Danmark stod over for en periode med væsentlige fald i beskæftigelsen. Tilbageslaget blev kraftigt forstærket af den internationale finanskrisen, som medførte svækket tillid og en stor nedgang i den udenlandske efterspørgsel efter danske varer og tjenester.

Der var overordnet fire grunde til, at Danmark opbyggede stor sårbarhed:

Årsager til sårbarhed

- *For det første* var finanspolitikken for lempelig i årene op til krisen. Den lempelige politik bidrog til ophedningen af økonomien og understøttede prisstigningerne på boligmarkedet. Finanspolitikken var ikke afstemt efter, at renteniveauet var forholdsvis lavt efter danske forhold. Ejendomsværdiskattestoppet har virket destabiliserende på bolig- og ejendomsmarkedet og forstærkede i nogen grad boligprisstigningerne i storbyerne. Med fastkurspolitikken er arbejdsdelingen i Danmark, at pengepolitikken sikrer en fast kronekurs, mens det er finanspolitikken opgave at sikre mod overophedning. Det sidste skete ikke i 00'erne.
- *For det andet* blev den finansielle regulering i Danmark lempet ret markant, bl.a. ved indførelsen af nye låneformer (rentetilpasningslån i 1999 og mulighed for afdragsfrihed i 2003). Samtidigt var renteniveauet meget lavt set i forhold til konjunktursituationen i Danmark. Disse faktorer gav tilsammen en kraftig impuls til det danske

bolig- og ejendomsmarked. Virkningen af de nye låneformer på bolig- og ejendomsmarkedet, på husholdningernes gæld og på resten af realøkonomien var ikke velforstået eller forudset, da de blev indført, og andre dele af den økonomiske politik blev ikke afstemt efter de nye vilkår.¹

- *For det tredje* var størrelsen af valutareserven formentlig ikke afstemt efter de underliggende risici for fastkurspolitikken. Disse risici skyldtes ikke mindst udbredelsen af de nye låneformer og ændringer i pengeinstitutternes forretningsmodel, som betød, at bankerne blev meget afhængige af kortfristet låntagning i udlandet. En markant større valutareserve kunne formentlig have reduceret behovet for en fuldt dækkende statsgaranti til hele sektoren og ville have reduceret behovet for pengepolitiske renteforhøjelser. Men en større valutareserve er også forbundet med statslige omkostninger.
- *For det fjerde* var kapitalkravene til danske pengeinstitutter for lempelige op til krisen, og de blev lempet betydeligt mere i 2008, hvor de store institutter fik mulighed for at anvende interne beregningsmodeller i opgørelsen af deres solvens. De lempelige kapitalkrav under højkonjunkturen bidrog til, at institutterne ikke var særligt godt polstrede, da krisen ramte. Desuden var likviditetsberedskabet i udenlandsk valuta mangelfuldt. Pengeinstitutternes sårbarhed bidrog til, at adgangen til kredit blev svækket i 2009 og 2010 på trods af markante garantier og hjælpepakker fra staten og Nationalbanken. Danmark var et af de lande i EU, hvor små og mellemstore virksomheder oplevede det største fald i acceptraten på deres låneansøgninger til pengeinstitutterne. De virksomheder, som fortsat havde friværdi i fast ejendom, havde dog stadig rimelig adgang til at få lån i realkreditsystemet.

Stemning og retorik havde betydning

Højkonjunkturen og de kraftige stigninger i bolig- og ejendomspriserne var også drevet af den optimistiske stemning og positive forventninger til fremtiden. De stadigt mere optimistiske forventninger, der forstærkede konjunkturen, var til dels en følge af selve det økonomiske forløb, men de blev også påvirket af den offentlige debat og den politiske retorik, som var meget positiv under højkonjunkturen. Retorikken og italesættelsen af den økonomiske situation kan således på kort sigt have betydning for husholdningers og virksomheders dispositioner. Det gælder både i gode og dårlige tider.

Svært at stramme op i gode tider

Det er politisk vanskeligt at stramme op i gode tider, fordi behovet altid må bero på en vurdering, som er forbundet med usikkerhed, og der typisk ikke er opbakning i opposition og i befolkningen til at stramme op, når der er en opfattelse af, at det ikke er strengt nødvendigt. Ofte dukker der også nye tanker op om, at der måske er tale om et nyt regime, hvor andre regler gælder – dvs. argumenter om, at ”denne gang er tingene anderledes”, at de økonomiske lærebøger bør skrives om, osv. Det skete både i 00’erne og 90’erne.

Internationale strømninger bidrog til optimisme

På internationalt plan blev der opbygget en øget tiltro til markedernes evne til at løse problemerne. Siden midten af 80’erne og frem til krisen blev de makroøkonomiske udsving således reduceret i den vestlige verden. Mange centrale aktører, fx OECD og Den Internationale Valutafond (IMF), talte om øget ”resilience” (modstandsdygtighed), der refererer til økonomiens evne til hurtigt at komme sig efter et chok. I USA talte man om ”The Great Moderation”, dvs. en lang periode med lav og stabil inflation og høj vækst, og der blev bl.a. henvist til globalisering, vellykket pengepolitik og sund strukturpolitik som bagvedliggende forklaringer. Det var også en udbredt opfattelse, at fremkomsten af de mange nye finansielle instrumenter bidrog til øget økonomisk stabilitet ved at sikre en bedre risikospredning.

1. Ikke helt ulig udviklingen i første del af 80’erne, hvor overgang til troværdig fastkurspolitik medførte et stort rentefald og kraftig vækst i boligpriserne.

Disse vurderinger havde et vist faktisk grundlag, men de bidrog formentlig til for stor optimisme og til, at mange sænkede paraderne. Der var både i OECD og IMF et klart fokus på de amerikanske udfordringer med betalingsbalance- og budgetunderskud, men meget få havde i god tid, og midt under opsvinget, set truslen fra det amerikanske boligmarked og den potentielle skadevirkning for det globale finansielle system. Og næppe nogen havde forestillet sig, hvor hurtigt krisen i USA spredte sig til resten af verden gennem en globaliseret finanssektor og store negative effekter på husholdningers og virksomheders tillid.

Gode konjunkturer medfører ofte, at der opbygges risici og makroøkonomiske ubalancer, som kan medføre kriser, hvis de ikke imødegås. Og hvis krisen kommer, så manifesterer den sig ofte på en måde, der ikke kan forudses med særlig stor sikkerhed.

På mange områder – boligmarked, udvikling i husholdningers gæld og konkurrenceevne – var udviklingen i Danmark frem mod krisen ikke ulig forløbet i flere af de eurolande, som blev hårdest ramt. Når situationen i Danmark i dag alligevel er bedre end i disse lande, så er der nok især to grunde til det.

For det første var der troværdighed om de offentlige finanser i hele forløbet, bl.a. som følge af store overskud frem til krisen og strukturreformer (herunder tilbagetrækningsreformen fra 2006), som bidrog til at sikre langsigtet finanspolitisk holdbarhed. Det betød, at garantien til den finansielle sektor ikke synligt svækkede statens mulighed for at refinansiere sin gæld, og at den negative spiral mellem stat og finansiell sektor, som man fx så i Spanien, ikke blev en realitet i Danmark. Desuden var der finanspolitiske handlemuligheder, da krisen eskalerede – Danmark kunne lempe den økonomiske politik, uden at markederne mistede tillid til statens tilbagebetalingsevne. Hvis tilliden til de offentlige finanser var blevet alvorligt svækket, ville situationen have været markant mere kritisk.

Desuden havde Danmark overskud på betalingsbalancen og havde opbygget en formueposition over for udlandet. Dvs. at Danmark ikke skal finansiere løbende underskud ved at optage lån andre steder. Overskud på betalingsbalancen afspejler bl.a. en sund offentlig økonomi og energiproduktion i Nordsøen, men også ændringer i skattesystemet og opbygningen af det opsparingsbaserede arbejdsmarkedspensionssystem. Det har styrket den private opsparing og har bidraget til at løse betalingsbalanceproblemet, som man kæmpede hårdt med i 70'erne og 80'erne.

Efter krisen blev der i Danmark gennemført omfattende indgreb for at understøtte økonomien. Finanspolitikken blev lempet markant især i 2009, men også i 2010. Desuden blev der gennemført strukturreformer, som styrker de offentlige finanser på langt sigt, og som derfor kunne understøtte troværdigheden om de offentlige finanser. ECB satte de pengepolitiske renter ned til et historisk lavt niveau, og Nationalbanken tillod en markant udvidelse belåningsgrundlaget, således at danske finansielle institutter fik meget lempelig adgang til kredit. Der blev givet adgang til at få udbetalt opsparing i SP-ordningen, og virksomhedernes frister for betaling af skat blev forlænget. Endelig blev der givet statslige garantier til og kapitalindskud i finansielle institutter.

Efterfølgende må man sige, at krisehåndteringen overordnet var vellykket, men den har også haft væsentlige omkostninger og var forbundet med store risici. For det første kunne den omfattende statsgaranti i sin yderste konsekvens have medført, at staten ikke kunne refinansiere sine lån på markedet, og at Danmark også var blevet omfattet af IMF-programmer med krav om kraftige stramninger. Der blev således taget en meget stor risiko fra myndighedernes side. Strategien virkede i denne omgang, og man kan derfor frygte, at det også næste gang bliver nærliggende at vælge den type løsninger, og at der ikke gøres nok for at forhindre gentagelser.

To vigtige, danske styrkepositioner

Troværdighed om de offentlige finanser

Overskud på betalingsbalancen

Stor kriseindsats i Danmark

Krisehåndteringen var vellykket, men risikabel

Den omfattende støtte til den finansielle sektor og de efterfølgende tiltag har også sendt et signal om, at staten hjælper store institutter, når de er i problemer. Det kan have uheldige følgevirkninger i sektoren, fordi ejernes og kreditorernes tilskyndelse til selv at gardere sig mod sådanne tab kan mindskes.

For det tredje er det danske "kriseberedskab" i vidt omfang brugt op. Strukturelle overskud på de offentlige finanser før krisen er nu afløst af underskud, og de mest oplagte muligheder for at styrke arbejdsudbuddet og arbejdsmarkedets fleksibilitet er også ved at være udtømte. Desuden er der i stort omfang fremrykket beskatning fra pensionsopsparingen.

1.1 Hvor skal der sættes ind herfra?

Dansk økonomi har skiftet karakter de seneste 20 år. Det skyldes bl.a. liberaliseringer af realkredit, og at den finansielle sektor er vokset kraftigt, er blevet mere internationalt orienteret og mere kompleks. Begge dele har fordele, men medfører samfundsøkonomiske risici og stiller samtidigt væsentlige krav til andre dele af den økonomiske politik.

Større risiko for meget dybe tilbageslag

De strukturelle ændringer i økonomien, den underliggende svækkelse af de offentlige finanser efter krisen og fraværet af lavt hængende frugter i strukturpolitikken betyder tilsammen, at de samfundsøkonomiske omkostninger ved fremtidige økonomiske tilbageslag og kriser i den finansielle sektor kan blive noget større, end Danmark tidligere har oplevet. Danmark har i dag en stor og kompleks finansiell sektor. Danmark har ikke så mange handlemuligheder som tidligere. Samtidigt har udbredelsen af de nye låneformer medført, at dansk økonomi er blevet mere ustabil og mere følsom over for bevægelser på de finansielle markeder. I en ny krisesituation kan dansk økonomi derfor få særdeles store udfordringer. Det gælder særligt, hvis der ikke er tillid til finanspolitikken og den offentlige økonomi.

De nye låneformer skaber udfordringer for fastkurspolitikken

Fastkurspolitikken er en præmis for den økonomiske politik i Danmark og har været det med succes siden 1982. Fastkurspolitikken betyder, at den danske krone holdes i et fast forhold til euroen, og at det danske renteniveau som udgangspunkt fastlægges af ECB.

Den rente, Danmark "importerer", kan derfor være for lav eller for høj i forhold til den økonomiske situation i Danmark, idet ECB jo fastsætter renten efter de økonomiske forhold i euroområdet. Det stiller krav til andre dele af den økonomiske politik. Det er finanspolitikken, der har hovedansvaret for at stabilisere økonomien. Samtidigt skal finanspolitikken være troværdig og sikre, at de offentlige udgifter kan finansieres på langt sigt.

Med den store udbredelse af de nye låneformer er dansk økonomi imidlertid blevet meget mere følsom over for ændringer i de korte renter. Omkostningerne ved et "skævt renteniveau" er derfor blevet større i takt med udbredelsen af rentetilpasningslån og afdragsfrihed. Dermed øges kravene til andre dele af den økonomiske politik. Det gælder fx finanspolitikken, men også andre områder. Behovet for, at ejendomsværdibeskatningen stabiliserer boligmarkedet, er fx forøget.

Låneformer skaber udfordringer for fastkurspolitikken

I øjeblikket er renteniveauet historisk lavt, og ECB har signaleret, at det forbliver lavt i en længere periode. Det betyder, at renteniveauet formentlig vil være for lavt efter danske forhold. Dermed er der risiko for en ustabil udvikling, og derfor har Danmark nu en gunstig lejlighed til at indskrænke adgangen til de mest risikable låneformer.

De nye låneformer betyder også, at det har større samfundsøkonomiske omkostninger, når Nationalbanken forsvarer kronen ved at sætte den pengepolitiske rente op ift. udlandet. Det kan medføre væsentlige svækkelser af boligmarkedet og af husholdningernes økonomi og kan derfor på sigt svække danskernes opbakning til fastkurspolitikken. Desuden øges risikoen for, at staten griber ind med hjælpepakker og støtte for at undgå, at boligejere bliver ramt. Det er ikke en robust situation.

De nye låneformer med rentetilpasning og afdragsfrihed har medført lavere førsteårsydelse ved køb af bolig til en given pris. Det ser imidlertid ud til, at fordelene herved i vidt omfang er blevet kapitaliseret i boligpriserne især i storbyerne. Det medfører, at likviditetsfordelene ved låneformerne mindskes. Når de nye låneformer øger priserne, betyder det, at nye boligkøbere må stifte mere gæld for at købe et bestemt hus, og det kræver så igen, at købet finansieres med nye låneformer. Ellers er det svært at få råd. Vinderne er især dem, der ejede boligerne ved indførelsen af de nye lånetyper – de har fået en skattefri kapitalgevinst.

Husholdningernes finansielle bruttogæld er steget kraftigt siden 2003 bl.a. drevet af de nye låneformer og stigninger i boligpriserne. Gælden har ændret sammensætning – en langt større del er med variabel rente og uden afdrag. Det medfører bl.a. større renterisiko og refinansieringsrisiko for husholdningerne. Samtidigt er boligmarkedet blevet væsentligt mere følsomt over for ændringer i de korte renter, især i hovedstadsområdet. Det giver risiko for større udsving i samfundsøkonomien i situationer, hvor renteniveauet ikke er afstemt efter danske konjunkturf forhold, og for at ECB's renteændringer har større effekter i Danmark end i euroområdet.

De fleste danske lønmodtagere er omfattet af arbejdsmarkedspensionsordning, der pålægger dem at spare op til pensionen. I nogle faser af livsløbet kan det betyde, at man bliver pålagt en større opsparing, end man ønsker, og det kan tilskynde til at optage lån. Det må derfor ventes, at husholdningernes finansielle gæld stiger fremover i takt med, at det opsparingsbaserede arbejdsmarkedspensionssystem modnes. Desuden vil ejendomsværdiskattestoppet gradvist gøre det mere fordelagtigt at opbygge gæld med henblik på at købe mere bolig. Det vil forstærke tendensen til, at husholdningernes bruttogæld stiger. De makroøkonomiske risici, som knytter sig til de nye låneformer, står således til at vokse fremover.

Med ejendomsværdiskattestoppet blev en central automatisk stabilisator fjernet fra boligmarkedet. Ejendomsværdiskattestoppet forøger rentefølsomheden i økonomien, navnlig i storbyerne. Da boligpriserne i de forskellige dele af landet har udviklet sig meget forskelligt siden 2002, har skattestoppet medført, at der i dag er væsentlig forskel på den effektive beskatning på tværs af kommuner, men også inden for kommuner. Ejendomsværdiskattestoppet har medført en omfordeling til fordel for boligejere og ikke mindst inden for gruppen af boligejere, hvor nogle har fået store kapitalgevinster. Samtidigt har skattestoppet givet staten et væsentligt provenutab.

Vi foreslår en ny model for boligbeskatning, som vil give mere stabilitet på boligmarkedet ved at genskabe sammenhængen mellem ejendomsskatterne og de aktuelle ejendomspriser. Modellen giver samtidigt boligejerne sikkerhed for, at den samlede betaling af grundskyld og ejendomsværdiskat ikke kan stige mere end satsreguleringen i de år, man ejer sin bolig. En eventuel overskydende skat kan efter boligejerens ønske indefrys, men forfalder så til betaling med et rentetillæg, når boligen sælges.

Vi foreslår desuden, at der gennemføres en mere målrettet og mere markant reduktion af udbredelsen af de nye låneformer, end der i dag er lagt op til. De nye lånetyper med-

Nye låneformer delvist kapitaliseret i priserne

Husholdningernes gæld er steget og er blevet mere risikabel

Og gælden står til at stige fremover

Ejendomsværdiskattestoppet er uhensigtsmæssigt

Model for ny boligbeskatning

Markant reduktion af nye låneformer

fører risiko for større udsving i økonomien og på bolig- og ejendomsmarkederne, hvilket øger risikoen for problemer i den finansielle sektor næste gang, Danmark kommer ud for en økonomisk nedtur. Da den enkelte boligejers likviditetsfordel ved de nye låneformer i stort omfang kapitaliseres i højere boligpriser, er fordelene for samfundsøkonomien mindre end hidtil antaget, mens ulemperne har vist sig at være en hel del større. Begrænsningen i adgangen til nye lånetyper bør ske gradvist og afstemt med konjunktursituationen og den øvrige økonomiske politik. Det meget lave renteniveau de kommende år giver imidlertid mulighed for en væsentlig indskrænkning af adgangen på det korte sigt. Det vil – rigtigt afstemt med finanspolitikken – kunne bidrage til en mere stabil udvikling i dansk økonomi de kommende år.

Finanspolitikken og makroprudentiel politik

Forebyggelse af finansielle kriser kræver dels en god finansiell regulering, men også at den økonomiske politik indrettes, så risikoen for ophedning af økonomien reduceres. Her spiller finanspolitik en vigtig rolle. Særligt vigtigt er det at føre tilpas stram politik i gode tider. Det reducerer risikoen for ophedning af økonomien og er også en forudsætning for at skabe finansielle handlemuligheder, når konjunkturerne er svage.

Troværdig finanspolitik nødvendig

Den internationale finans- og gældskrise har således vist, at sunde offentlige finanser og en troværdig finanspolitik er afgørende for at sikre finansiell stabilitet i krisetider. Mange lande førte alt for lempelig finanspolitik i årene frem mod krisen og stod med høje gældsbyrder og begrænsede handlemuligheder, da krisen kom. Samtidig viste krisen, at svage offentlige finanser også svækker den finansielle sektors robusthed, og at en svag finansiell sektor kan have store negative konsekvenser for den offentlige økonomi. Derfor er det vigtigt at sikre, at finanspolitikken er holdbar og troværdig. Det forudsætter som sagt tilpas stram politik i gode tider.

Målrettede instrumenter til boligmarkedet

Finanspolitikken er ikke specielt målrettet mod kredit- og boligmarkederne, og det har på disse områder vist sig særligt svært at få identificeret problemer og gennemført tiltag i tide. Det taler for større anvendelse af automatiske stabilisatorer og regelbaserede instrumenter, og at der gives mere kompetence inden for disse områder til uafhængige myndigheder som Nationalbanken eller Det Systemiske Risikoråd.

Det regionale aspekt

Boligprisbobler er mere sandsynlige i storbyområder. Boligpriserne følsomhed over for nye låneformer og lav rente er også større i fx hovedstadsområdet, og det er ligeledes her, husholdningernes gæld er steget mest. De store prisudsving i storbyerne kan samtidigt have negative effekter på andre dele af landet og på realøkonomien. Der er derfor behov for såkaldte makroprudentielle politikinstrumenter, som kan rettes mod regionale markeder, og som administreres af Det Systemiske Risikoråd eller Nationalbanken.

Ny finansiell regulering

Finansiell regulering

Siden krisen er der gennemført omfattende ændringer i den finansielle regulering. Forøgelsen af kapitalkravene til de systemisk vigtige institutter, SIFI-institutter, forekommer imidlertid at være utilstrækkelige.² Det skyldes, at man her skal tage hensyn til virkningen af at indføre interne beregningsmetoder, IRB-metoder, ved opgørelse af risikovægte og kapitalkrav. Disse nye metoder fik virkning i Danmark især fra 2008 og medførte en stor lempelse til institutterne. Der indføres dog også nye krav til institutternes likviditetsberedskab og sammensætningen af deres låntagning, men de er mindre end oprindeligt foreslået af Basel-komiteen, og de kan have den ulempe, at de begrænser institutternes muligheder for sammensætte deres aktivside på den måde, der er mest hensigtsmæssig ud fra et samlet samfundsøkonomisk synspunkt.

2. Følgende pengeinstitutter er blevet udpeget som SIFI-institutter: Danske Bank A/S, Nykredit Realkredit A/S, Nordea Bank Danmark A/S, Jyske Bank A/S, Sydbank A/S og DLR Kredit A/S.

Analyserne i denne rapport viser, at det typisk er meget billigt for institutterne at styrke deres kapitalgrundlag, når det sker i perioder, hvor der ikke er lavkonjunktur og finansiel krise – det har kun marginale konsekvenser for udlånsrenterne. Til gengæld vil stærk kapitalisering øge institutternes udlånskapacitet, når der er krise. Høje kapitalkrav giver således også god plads til at sætte kravene ned i en kritisk situation, uden at det skaber tvivl om sektorens samlede robusthed.

Mens de nye kapitalkrav er utilstrækkelige, er der til gengæld gennemført omfattende stramninger af kravene til institutternes ledelse og interne processer, og Finanstilsynet har fået vide rammer til at gribe ind i driften og ledelsen af institutterne. Kravene til ekstern revision er også strammet op, også her med fokus på proces- og dokumentationskrav, øgede krav til uafhængighed osv. I den nye regulering er der således et stærkt fokus på tilsyn og administrative krav, men mindre fokus på enkle og sikre økonomiske styringsinstrumenter i form af tilpas høje kapitalkrav. Desuden er reguleringen blevet meget kompleks og svært tilgængelig.

Samtidig har den nye regulering ikke afgørende ændret institutternes økonomiske tilskyndelse til at sikre høj kapitalisering. Der vil derfor fortsat være en klar interessekonflikt mellem parterne, som vanskeliggør Finanstilsynets opgave.

Vi anbefaler, at man både herhjemme og på EU-niveau arbejder i retning af et regelsystemsregime baseret på tydeligt højere og gerne konjunkturfafhængige kapitalkrav navnlig for SIFI-institutter, en styrket økonomisk tilskyndelse for institutterne til selv at polstre sig og sikre sund drift og mindre detail- og procesregulering af institutter med stærk polstring. Det kan styrke den finansielle stabilitet, reducere omkostningerne ved at efterleve reglerne og bidrage til, at ansvaret for sund bankdrift entydigt placeres hos bestyrelsen og ikke drejes mod Finanstilsynet.

Det bør samtidig lægges mere vægt på, at reguleringen ikke er unødigt konkurrenceforvridende. Vi vurderer, at de senere års regulering har svækket konkurrencen i den danske finansielle sektor, fordi en række af de nye tiltag giver SIFI-institutter nogle konkurrencefordele i forhold til de mindre institutter. Vi finder også klart belæg for, at konkurrencen generelt er svagere på det danske marked end på markederne i andre lande. Vi fremlægger en række forslag til, hvordan konkurrencen kan styrkes.

Med den nuværende vægtning i reguleringen bør Finanstilsynet imidlertid have flere ressourcer til at foretage grundige inspektioner af fx SIFI-institutter. Samtidigt bør der sigtes efter, at institutter, der sikrer sig en stærk kapitalisering, kan blive omfattet af lempeligere administrativ praksis på andre områder. Det er en svær opgave at føre effektivt tilsyn, resurserne er begrænsede, og institutterne er komplekse. Risici bygges typisk op, når konjunkturerne er gode, og kan være svære at identificere i tide. Den acceptable fejlmargen er mindre, når kapitalkravene er små.

Høj kvalitet i den eksterne revision af SIFI-institutters regnskaber er også vigtig. Det er de reviderede regnskaber, der ligger til grund, når myndighederne vurderer institutternes sundhedstilstand, og om de opfylder lovens krav. Der er tegn på, at der bruges færre ressourcer på revision af SIFI-institutter end på revision af andre store danske virksomheder. Det er stærkt tvivlsomt, om de nuværende rammer for markedet for ekstern revision kan sikre den revisionskvalitet, som myndighederne ønsker. Vi fremlægger derfor nogle forslag, der kan bidrage til at styrke revisionskvaliteten, og som samtidigt kan give revisorerne bedre arbejdsbetingelser.

**Omfattende
detailregulering**

**Højere kapitalkrav
nødvendige**

**Konkurrencen er
blevet svagere**

**Opgradering af
tilsynet**

**Kvalitet i ekstern
revision**

Risikovægtning fylder for meget i reguleringen

Kapitalkravene til institutterne er formuleret på den måde, at institutternes kapital skal være større end en bestemt andel af instituttets risikovægtede aktiver. Risikovægtene afspejler en vurdering af, hvor risikobehæftet det pågældende aktiv er. De spiller dermed en helt central rolle i reguleringen. Jo lavere risikovægtene er, jo mindre egenkapital skal institutterne have, og jo mere gearet kan forretningen være.

Risikovægte er skævt sammensat

De store institutter har fået tilladelse til selv at beregne disse risikovægte, fordi institutterne ligger inde med den mest detaljerede viden om de forskellige aktivers kvalitet. Det giver imidlertid det problem, at institutterne har en økonomisk tilskyndelse til at sætte risikovægtene lavt, fordi det reducerer kapitalkravet. Samtidigt er der fra politisk side gennemført lempelser i risikovægtene for at tilgodese forskellige grupper. Fx skal kreditinstitutter bruge en risikovægt på nul, når et institut låner penge til en stat ved at købe statsobligationer. Det gælder, hvad enten der er tale om fx græske eller danske statsobligationer. Desuden er der særlige rabatter i kapitalkravet, hvis banken låner ud til små og mellemstore virksomheder, der er mange af i Danmark. Disse rabatter er med til at gøre systemet uigennemskueligt og svækker også systemets troværdighed. Der er behov for at indføre et supplerende kapitalkrav, som ikke er risikovægtet, og som kan sætte en sikker overgrænse for gearingen.³

SIFI-aftalen har forkert fokus

Med den såkaldte SIFI-aftale fra efteråret 2013 indgik et bredt flertal i Folketinget en aftale om kapitalkrav til SIFI-institutter i Danmark. SIFI-aftalen lægger vægt på de store institutters internationale konkurrenceevne. Kravene til institutterne sættes således ned, hvis en række referencelande sænker deres krav. Det er uheldigt. Kravene bør fastlægges, så de sikrer finansiel stabilitet i Danmark. Vi foreslår, at Folketinget i fastlæggelsen af kapitalkravene til SIFI-institutter udnytter det råderum, som de nye EU-regler på området giver.

Omlægning af beskatning

Vi foreslår en omlægning af beskatningen af institutter, der har fået tilladelse til at bruge interne beregningsmodeller i opgørelsen af deres solvensprocenter mv. De skal betale mindre i lønsumsafgift, men til gengæld betale en skat på "risikabel gældsstiftelse". Denne skatteomlægning øger tilskyndelsen til at polstre sig med egenkapital og reducerer tilskyndelsen til at tage overdreven risiko på aktivsiden. Samtidigt betyder den lave lønsumsafgift, at beskatningen af pengeinstitutternes brug af arbejdskraft sænkes.

Kriseramte institutter skal kunne afvikles

Krisehåndtering af SIFI-institutter

Da økonomien og boligmarkederne er blevet mere ustabile, og kapitalkravene til SIFI-institutter er utilstrækkelige, vil der også fremover være risiko for, at den finansielle sektor er for sårbar i en krisesituation. Det er derfor vigtigt at sikre troværdige regler for håndtering af SIFI-institutter, som får problemer. Institutterne skal kunne afvikles eller omstruktureres i en krisesituation, uden at det får store samfundsøkonomiske konsekvenser. Der bør også være en sikker forventning om, at aktionærer og kreditorer i instituttet i givet fald skal bære væsentlige tab. Det er helt normalt i andre brancher og kan bidrage til sund og sikker drift i gode tider.

Sunde principper i EU' direktiv

EU's krisehåndteringsdirektiv er netop blevet vedtaget, og det skal udmøntes i national lovgivning fra 2015. Krisehåndteringsdirektivet hviler på sunde principper og trækker i retning af en mere systematisk og troværdig krisehåndtering i EU-landene. Et centralt

3. Ideen i SIFI-aftalen er, at SIFI-institutter skal pålægges større kapitalkrav end andre institutter, fordi det har større samfundsøkonomiske omkostninger, hvis SIFI-institutter bliver nødlidende. Derfor er kravet til SIFI-institutter formuleret som et tillæg til de krav, der gælder for andre institutter. Men SIFI-institutter beregner risikovægte og dermed kapitalkrav med andre metoder end de små og mellemstore institutter. Derfor kan man ikke sammenligne de krav, der stilles til de to grupper. Det vides med andre ord ikke, om der reelt er stillet større krav til SIFI-institutter. Hvis man ser på kapitalkravet i forhold til de ikke-risikovægtede aktiver, så er kravet til SIFI-institutter langt mindre end kravet til andre institutter.

element er netop, at aktionærer og kreditorer skal bære tab, hvis en bank kommer i problemer. Det kaldes "bail in", mens statslig støtte omvendt kaldes "bail out".

Der er imidlertid en "kattelom" i Krisehåndteringsdirektivet, som åbner for statsgarantier uden forudgående bail in: En stat kan med henvisning til nødvendigheden af at sikre den finansielle stabilitet udstede en "gratis" statsgaranti til institutter, der endnu ikke er kommet i solvensproblemer – på samme måde som under krisen. Denne mulighed kan undergrave principperne bag direktivet, ligesom krisehåndteringen bliver mindre troværdig. Der kan endda være en særlig tilskyndelse til at give sådanne garantier for at undgå bail in bestemmelserne, fordi bail in rammer ejere og kreditorer, der kan have vigtige og måske systemiske positioner i de pågældende lande. De præcise muligheder for at bruge bestemmelsen er dog endnu ikke fastlagt.

Men desværre en kattelom

Krisehåndteringsdirektivet indebærer også, at kreditinstitutter skal udarbejde konkrete planer for genopretning og afvikling, som skal godkendes af myndighederne. Det er således de danske myndigheders ansvar at sikre, at nødlidende danske SIFI-institutter kan håndteres uden at true den finansielle stabilitet og uden brug af væsentlige offentlige midler. Men direktivet indeholder få konkrete retningslinjer for, hvordan dette sikres. Det er uklart, om afviklingsmyndighederne i Danmark og andre lande har styrken til fx at gennemføre en opsplitning af et stort institut, hvis det vurderes at være nødvendigt for at kunne gennemføre en effektiv krisehåndtering.

Kan Danmark krisehåndtere et SIFI-institut?

Uklarhederne i direktivet og den store fleksibilitet kan medføre forskellig praksis i EU's medlemslande. Det kan få banker og investorer til at flytte aktiviteter mod lande med den mest lempelige fortolkning af direktivet og lande med de bedste muligheder for at give statsgarantier. Det kan svække det indre marked.

Direktivet for fleksibelt

De danske myndigheder skal også implementere det nye direktiv. Der bør her stilles ambitiøse krav, der med stor sikkerhed gør de danske SIFI-institutter håndterbare. Opsplitning af institutter bør indgå som en mulighed, når de relevante myndigheder skal sikre, at SIFI-institutter skal kunne håndteres i en krisesituation. Det må bero på en konkret vurdering, som foretages af de myndigheder, der har ekspertisen. Mekaniske regler om opsplitning styrker dog ikke nødvendigvis den finansielle stabilitet.

Der må stilles krav

Bankunion

For lande, der deltager i EU's bankunion, bliver den nye regulering i kapital- og krisehåndteringshåndteringsdirektivet administreret af EU's myndigheder, og ikke af nationalstaterne selv, men lovgrundlaget er det samme. I bankunionen etableres også et fælles tilsyn med bankerne, og en fælles afviklingsfond, som betales af kreditinstitutter i medlemslandene efter en endnu ikke fastlagt fordelingsnøgle. Der skal også tages stilling til, hvordan staterne i bankunionen skal bakke afviklingsfonden op med lån, hvis det bliver nødvendigt i en krisesituation.

Samme regulering

Bankunionen kan ses som en fælles europæisk "forsikringsordning" mod finansiell uro, som samtidigt, og måske især, kan bidrage til at styrke det indre marked for finansielle tjenesteydelser. Bankunionen er en naturlig udbygning af eurosamarbejdet, og Bankunionen vil, sådan som den tegner sig, styrke den finansielle stabilitet i euroområdet, hvilket er til gavn for Danmark.

Forsikring og styrket indre marked

Bankunionens forsikringselement kan – afhængigt af det danske "forsikringsbidrag" – være en fordel for Danmark, der har en stor finansiell sektor og relativt store institutter. De senere års udvikling i Danmark har medført en større fremtidig risiko for dybe tilbageslag, bl.a. fordi nye låneformer, nye forretningsmodeller for bankerne og ejendomsværdiskatstep har reduceret den økonomiske og finansielle stabilitet, og fordi der i

Kan være væsentlig fordel

dag er mindre råderum for at lempe finanspolitikken i en krisesituation og kun få "lavt hængende frugter" i strukturpolitikken sammenlignet med situationen før krisen. Det taler for, at Danmark deltager i Bankunionen.

Omvendt kan det være mindre attraktivt for Danmark at gå ind i Bankunionen, hvis det vurderes, at de andre lande har større sandsynlighed for at blive ramt af en finansiel krise, som udløser bidrag fra fælles fonde, og at denne merrisiko ikke står i et rimeligt forhold til Danmarks finansieringsbidrag til afviklingsfonde mv. I den vurdering bør indgå, at bankunionen må forventes at reducere sandsynligheden for finansielle kriser i euroområdet, samt at dansk økonomi, som nævnt, er blevet mere sårbar. Til gengæld er de lempelige kapitalkrav til SIFI-institutter også et problem for den finansielle stabilitet i Bankunionen. De største kreditinstitutter i EU er lavt kapitaliserede, og de nye kapitalkrav vil ikke afgørende ændre på det billede.

Status quo et dårligt alternativ

Ud fra en samlet vurdering virker en fastholdelse af status quo ikke som en relevant mulighed. Enten deltager Danmark i Bankunionen for at nyde godt af den fælles "forsikringsordning" og for at bidrage mest effektivt til forbedring af den finansielle regulering i EU, eller også bør Danmark stramme reguleringen yderligere for at gardere landet mere mod kriseforløb, der kan have store samfundsøkonomiske omkostninger, som Danmark selv skal bære fuldt ud, hvis Danmark står uden for Bankunionen.

Sundhedstjek

ECB er i gang med at udarbejde et sundhedstjek af de store kreditinstitutter, der skal underlægges det fælleseuropæiske banktilsyn, så der er overblik over risici i en kommende bankunion. Sigtet er, at de banker, der i dag vurderes at være usunde, skal rekapitaliseres eller afvikles uden involvering af den fælles afviklingsfond, inden bankunionen træder i kraft. Kriterierne i sundhedstjekket er dog relativt milde og der er risiko for, at sundhedstjekket ikke skaber det nødvendige overblik eller troværdighed.⁴

Mere ensartet tilsyn

I en bankunion vil der være fælles tilsyn med især store institutter, og der vil formentlig i en årrække blive brugt flere resurser på at føre tilsyn. Det fælles tilsyn kan sikre en mere ensartet håndhævelse af den finansielle regulering og forebygge, at de enkelte lande i særlig grad tilgodeser deres egne institutter på en måde, der hæmmer konkurrencen og kapitalbevægelserne mellem medlemslandene.

Negativt samspil mellem stater og sektoren brydes

Bankunionens regler om krisehåndtering af nødlidende institutter kan bidrage til at bryde det negative samspil mellem de offentlige finanser og den finansielle sektor, som har forstærket krisen i nogle lande. Reglerne foreskriver, at de første tab skal bæres af aktionærer og kreditorer via en bail in på otte pct. af passiverne. Derefter betaler bankerne i fællesskab op til fem pct. af passiverne via den fælles afviklingsfond og først derefter kan statslige bidrag fra medlemslandene komme på tale. Da bail in elementet er stort, skal det altså gå relativt galt i et institut, før der er fælles hæftelse i Bankunionen. De penge, som den fælles afviklingsfond betaler for at genoprette et nødlidende institut, vil komme tilbage til fonden igen, når og hvis situationen retter sig.

Mere troværdig krisehåndtering

Vores vurdering er, at reglerne omkring krisehåndtering vil være mere troværdige, hvis man deltager i en bankunion. I en bankunion vil beslutninger om krisehåndtering ske på EU-niveau, hvor nationale særinteresser ikke har samme gennemslagskraft. De aftaler, der indtil videre er indgået om Bankunionen, tyder desuden på, at den direkte politiske indflydelse på krisehåndteringen vil blive begrænset, hvilket ligeledes kan bidrage til en mere ensartet og konsekvent krisehåndtering. Den fælles afviklingsmyndighed vil også kunne opbygge større ekspertise og erfaring end nationale afviklingsmyndigheder og dermed sikre en mere effektiv krisehåndtering.

4. Redaktionen af denne rapport er afsluttet, inden resultatet af sundhedstjekket forelå.

”Kattelemmen” for statsstøtte er en del af Krisehåndteringsdirektivet, som gælder for alle EU-lande. Det er sandsynligt, at kattelemmen vil blive brugt mindre i Bankunionen. Det skyldes, at den garanti, som kattelemmen giver mulighed for, finansieres af staten selv, mens det i højere grad er medlemslandene i Bankunionen, der betaler, hvis instituttet i stedet overgår til krisehåndtering. Det peger også på, at reglerne om krisehåndtering er mere troværdige i Bankunionen.

**Kattelemmen
spøger stadig**

I SIFI-aftalen er der som nævnt lagt vægt på, at danske SIFI-institutters konkurrenceevne ikke må forringes ift. SIFI-institutter i andre lande. Dermed bliver ambitionsniveauet i andre lande retningsgivende for kravene til danske SIFI-institutter. Hvis andre lande anlægger samme tilgang, kan kravene gradvist blive konkurreret ned. Det kan være en væsentlig fordel ved Bankunionen, at nationalstaterne ikke på den måde kan svække reguleringen ud fra et misforstået konkurrenceevnehensyn.

**Union kan forhindre
misforstået konkurrenceevnehensyn**

Den fælles afviklingsfond skal finansieres af bankerne og træde til med supplerende finansiering ved afvikling eller omstrukturering af et institut. Fonden skal opbygges til ca. 55 mia. euro, hvilket ikke er tilstrækkeligt til at håndtere internationale systemiske kriser. Der etableres derfor en statsfinansiell bagstopper, som skal være på plads senest i 2024, men de enkelte landes finansieringsbidrag og den præcise udformning er ikke besluttet. Det er sandsynligt, at afviklingsfonden fx skal kunne låne af ”bagstopperen” i en krisesituation, hvor fonden ikke har tilstrækkelige midler. Lånet vil efterfølgende skulle tilbagebetales fx ved at hæve bankernes bidragssatser til fonden. Bankunionen er således ikke udtryk for fælles hæftelse for andre landes statsgæld.

Afviklingsfonden

Danmark bør dog arbejde for, at den finansielle bagstopper udformes sådan, at den ikke giver medlemsstaterne incitament til en mindre ansvarlig finanspolitik eller til på anden måde at føre en politik, som øger risikoen for finansiell uro. Den nye EU-proces om makroøkonomiske ubalancer og det styrkede finanspolitiske samarbejde kan understøtte den proces. Desuden kan man forestille sig en ordning, hvor lande med lavere ratet statsgæld indbetaler højere præmier til bagstopperfunktionen, eller alternativt opnår en lavere dækning. Tilsvarende bør bankernes finansieringsbidrag til afviklingsfonden afhænge af deres risikoprofil.

**Forsikrings-
elementet kan svække
tilskyndelsen til
ansvarlig finanspolitik**

Hvis Bankunionen kommer til at fungere efter hensigten, kan deltagelse rumme fordele for Danmark. Danmark bør aktivt deltage i det forberedende arbejde og forsøge at påvirke Bankunionen i en hensigtsmæssig retning. Et ønske om maksimal indflydelse kan tale for, at Danmark træder ind i unionen relativt hurtigt. Under alle omstændigheder må det forventes, at usikkerhederne vil være ryddet af vejen i 2023, så det er muligt for Folketinget at træffe en endelig beslutning om at træde ind senest på det tidspunkt. Hvis Danmark vælger at stå udenfor, vil vi anbefale en mere restriktiv finansiell regulering af de grunde, som er nævnt ovenfor.

**Danmark bør søge
indflydelse**

Medlemskab af en bankunion er en forudsætning for at deltage i euroen. Danmark har en mulighed for at indtræde i eurosamarbejdet, hvis Danmark på et tidspunkt måtte ønske det. En velfungerende bankunion vil gøre denne valgmulighed mere attraktiv, da den vil bidrage til en bedre økonomisk udvikling i euroområdet. Danmarks holdning til Bankunionen er derfor også et væsentligt politisk spørgsmål, det handler om Danmarks fremtidige placering i det europæiske samarbejde.

**Bankunionen er
et vigtigt politisk
spørgsmål**



2. Finanspolitisk stabilisering

Boks 2.1 Hovedkonklusioner

- Finansielle kriser udspringer typisk af, at den finansielle sektor er blevet sårbar under en foregående konjunkturopgang på grund af en kraftig krediteksponering og en stærk stigning i bolig- og ejendomspriserne. Det skaber grundlag for en stor efterfølgende nedgang på bolig- og ejendomsmarkedet, et stort behov for konsolidering i virksomheder, husholdninger og kreditinstitutter, og en kraftig opstramning af institutternes udlånspolitik, som forstærker den efterfølgende lavkonjunktur.
- Det er svært at forudse finansielle kriser, men kraftig vækst i kreditgivningen og i ejendomspriserne kan være en indikation på, at der opbygges sårbarhed.
- I Danmark har ændret finansiel regulering bidraget til Finanskrisen. Udbredelsen af nye låneformer bidrog fx kraftigt til de store udsving i ejendomspriserne. Effekten af denne liberalisering blev undervurderet, og andre dele af den økonomiske politik blev ikke indrettet efter de nye forhold.
- Forebyggelse af finansielle kriser kræver tilpas stram finansiel regulering, men også at den øvrige økonomiske politik indrettes, så risikoen for ophedning af økonomien reduceres. Særligt vigtigt er det at føre tilpas stram finanspolitik i gode tider.
- Finanspolitikken er dog ikke specielt målrettet mod kredit- og boligmarkederne, og det har på disse områder vist sig svært at finde opbakning til stabiliserende tiltag (fx på ejendomsskatteområdet). Desuden har det været vanskeligt at identificere udfordringer så tidligt i forløbet, at der også er god tid til at behandle, beslutte og implementere forslag, inden det er for sent. Det taler for større anvendelse af automatiske stabilisatorer og regelbaserede instrumenter, og at der gives mere kompetence til uafhængige myndigheder som Nationalbanken eller Det Systemiske Risikoråd inden for afgrænsede områder.
- Den internationale finans- og gældskrise har vist, at sunde offentlige finanser og en troværdig finanspolitik er afgørende for at sikre finansiel stabilitet i krisetider. Mange lande førte en alt for lempelig finanspolitik i årene frem mod krisen og stod med høje gældsbyrder og begrænsede handlemuligheder, da krisen kom. Krisen viste, at svage offentlige finanser også svækker den finansielle sektors robusthed, og at en svag finansiel sektor kan have store, negative konsekvenser for den offentlige økonomi, især når staten træder til for at redde nødlidende banker.
- Under højkonjunktoren og frem mod krisen var der store overskud på de offentlige finanser i Danmark, og den offentlige gæld blev nedbragt markant. Det har været med til at sikre tillid og give handlemuligheder under krisen. Finanspolitikken blev imidlertid lempet betydeligt i årene frem mod krisen. Den samlede lempelse udgjorde tre pct. af BNP i årene 2004 til 2008. En væsentlig del af lempelsen skyldtes, at udgifterne steg mere end planlagt. På den baggrund er det positivt, at Danmark har fået en budgetlov, der muliggør en mere effektiv udgiftsstyring.
- Den planlagte (lempelige) finanspolitik og udgiftsskreddet i de gode år bidrog til overophedningen af økonomien i årene op til finanskrisen. Hvis finanspolitikken i årene 2004 til 2008 havde holdt sig inden for de udgiftsrammer, som var planlagt i de årlige finanslove, så ville Danmark næppe være kommet i EU's procedure for uforholdsmæssigt store underskud. I dag er finanspolitikken så lempelig, som den nærmest kan blive med de rammer, der gælder i Budgetloven og Finanspagten. Dermed er de finanspolitiske handlemuligheder i vidt omfang brugt op, og i de kommende år er der behov for en finanspolitisk konsolidering.

Boks 2.2 anbefalinger

- Det er vigtigt at sikre tilpas stram finanspolitik i gode tider, og at den økonomiske politik generelt er godt afstemt med de nye vilkår og med fastkurspolitikken. Det taler for at styrke de "økonomiske vagthundes" rolle. Når Det Økonomiske Råd fremlægger deres rapporter, bør de behandles af Folketingets finansudvalg på et åbent møde, hvor formandskabet for Det Økonomiske Råd, Finansministeren og et medlem af Nationalbankens direktion deltager med taleret. På mødet diskuteres de stabiliseringspolitiske udfordringer, og om finanspolitikken er passende afstemt efter konjunkturf forholdene. Efter mødet offentliggør finansministeren på regeringens vegne en skriftlig redegørelse for, hvorfor regeringen eventuelt ikke agter at følge de finanspolitiske anbefalinger fra Det Økonomiske Råds formandskab og Nationalbanken.
- Den generelle finanspolitik er ikke et målrettet instrument til fx at undgå fremtidige boligbobler eller overdreven kreditgivning. På disse områder bør der arbejdes systematisk med at styrke økonomiens automatiske stabilisatorer og at anvende mere regelbaserede instrumenter, især hvor det samtidigt er strukturforbedrende. Eksempler på automatiske stabilisatorer er en ejendomsbeskatning, der følger den løbende udvikling i ejendomspriserne (jf. kapitel 4) og konjunkturmodløbende kapitalkrav til pengeinstitutterne (jf. kapitel 7).

2.1 Opbygningen af finansiel sårbarhed

Opbygning af væsentlige indenlandske problemer forud for krisen

Finanskrisen var ikke den første og vil næppe blive den sidste krise forårsaget af problemer på de finansielle markeder. Finanskrisen i efteråret 2008 kom udefra via de internationale kapitalmarkeder, men op gennem 00'erne var der opbygget en række indenlandske problemer, der fik væsentlig betydning for finanskrisens gennemslag og varighed herhjemme. Der var generel enighed blandt fagøkonomer om, at økonomien var overophedet, og at et økonomisk tilbageslag var i vente, jf. boks 2.3. Det var dog de færreste, der forudså den internationale finanskrisen, som udløste et meget stejlt og samtidigt internationalt tilbageslag, der svækkede tilliden i Danmark og den danske eksport.

Boks 2.3 Forventningerne før krisen¹

Vi har set nærmere på den økonomiske fremskrivning, som lå til grund for den tidligere regerings 2015-plan fra efteråret 2007, dvs. et år før krisen eskalerede i efteråret 2008. Det kan give indtryk af krisens karakter og af, hvad Finansministeriet forventede før krisen.

I fremskrivningen bag 2015-planen ventede Finansministeriet et kraftigt fald i beskæftigelsen på 70.000 personer fra 2007 til 2011. Det afspejlede den ophedning, som økonomien var inde i. I 2007 lå det således i kortene, at beskæftigelsen ville falde markant.

Fremskrivningen ramte overraskende nok niveauet for beskæftigelse og ledighed i 2011 ret præcist, selv om den internationale finanskrisen selvsagt ikke var forudset. Det skal ses i sammenhæng med, at finans- og pengepolitikken blev lempet kraftigt for at dæmpe virkningerne af krisen. Samtidigt steg beskæftigelsen mod forventning kraftigt fra 2007 til 2008, hvor BNP faldt, mens faldet i beskæftigelsen årene efter var større end antaget i fremskrivningen. Endelig skal det overraskende resultat ses i lyset af, at det danske arbejdsmarked har klaret sig rimeligt godt gennem krisen, og noget bedre end man regnede med i slutningen af 2008 og starten af 2009, hvor krisen var i fuld gang. Strukturerne på arbejdsmarkedet har også overrasket positivt, når man sammenligner med den gamle fremskrivning. Den strukturelle beskæftigelse i 2011 var 60.000 personer større, end man forventede i 2007.

Til gengæld var BNP i 2011 7,5 pct. mindre end fremskrivningen ventede. Det afspejler, at produktivitetsudviklingen blev betydeligt svagere end forventet.

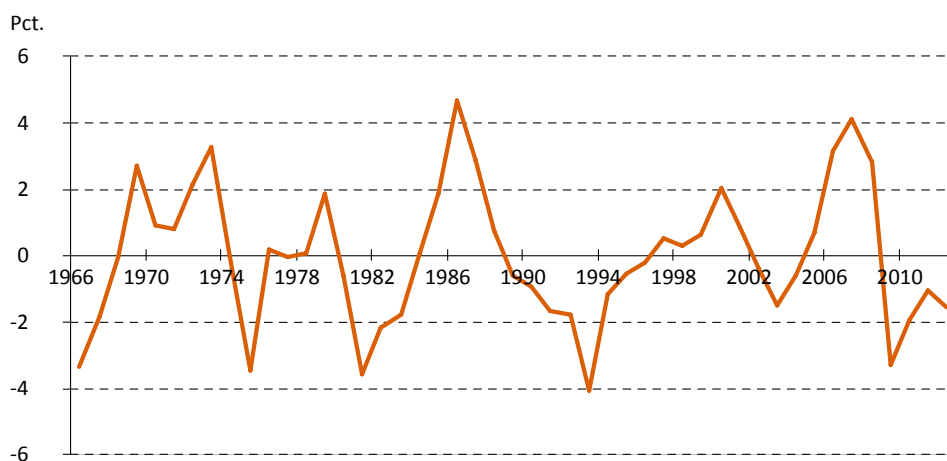
1. Jf. Kraka (2013d) i baggrundsrapporten.

Der har været to bankkriser i Danmark i nyere tid: Finanskrisen, der satte ind i 2008, og bankkrisen i forbindelse med tilbageslaget fra 1987 til 1993. Der var kraftig højkonjunktur forud for disse finansielle kriser, jf. figur 2.1, og i begge tilfælde var finansielle forhold en vigtig drivkraft bag konjunkturopgangen. Opsvinget i starten af 1980'erne var således bl.a. drevet af et stort rentefald som følge af overgang til troværdig fastkurspolitik. Første del af 00'erne var også præget af et relativt lavt renteniveau, men virkningen herfra blev forstærket af de nye låneformer. Både i 80'erne og senest i 00'erne kan man sige, at andre dele af den økonomiske politik ikke var indrettet efter forholdene.

**Højkonjunktur
forud for bankkriser**

Kriserne i det finansielle system er således typisk et resultat af en forudgående overopledning af økonomien med store stigninger i bolig- og ejendomspriserne og ret kraftig vækst i kreditgivningen til følge. En række internationale studier viser også, at der op mod udbruddet af finansielle kriser ofte sker en voldsom stigning i kreditgivningen og i boligpriserne.²

Figur 2.1
BNP-gab



Anm.: Et "gab" udtrykker forskellen mellem det faktiske niveau og det strukturelle niveau. Det strukturelle niveau udtrykker niveauet i en normal konjunktursituation. En positiv værdi for BNP-gab er således udtryk for, at der har været højkonjunktur. Det strukturelle niveau er beregnet med et Hodrick-Prescott filter.

Kilde: Hauch (2014) i baggrundsrapporten.

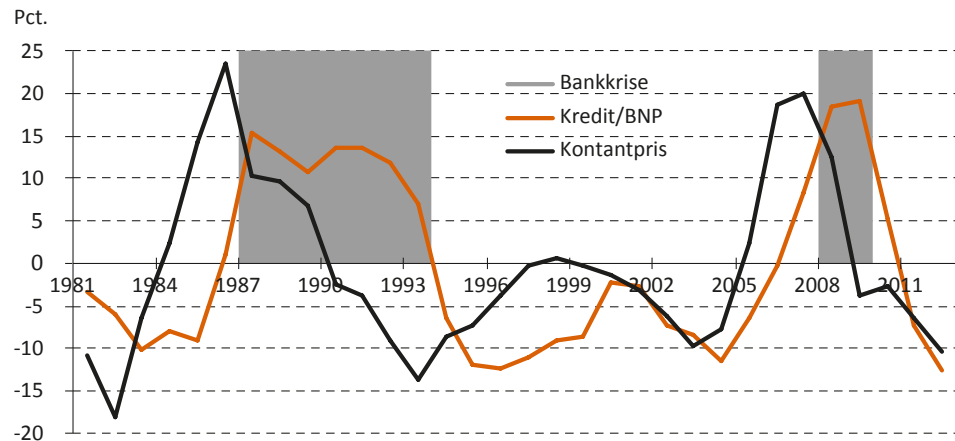
Forud for begge de danske bankkriser steg kontantpriserne på boliger kraftigt ift. deres langsigtede trendmæssige udvikling for derefter at falde brat. Også kreditinstitutternes udlån steg kraftigt op til kriserne ift. et anslået trendmæssigt niveau og bremsede op efterfølgende, jf. figur 2.2. Den noget svagere højkonjunktur omkring årtusindskiftet bl.a. i forbindelse med den såkaldte dot-com boble betød derimod hverken kraftig krediteksponering eller kraftigt stigende boligpriser og førte ikke til større problemer i den finansielle sektor.

**Boligpriser og
kreditgivning er
afgørende faktorer**

De kreditinstitutter, som blev nødlidende under den seneste krise, var typisk kendetegnet ved kraftig eksponering over for ejendoms- og pantebrevsmarkedet og ofte en meget kraftig udlånsvækst i årene op til krisen. Det har man også set under tidligere bankkriser. Et væsentligt særtræk ved den seneste finanskrisen var dog, at staten denne gang måtte give en fuldt dækkende statsgaranti til hele sektoren på det dobbelte af BNP for at sikre finansiell og makroøkonomisk stabilitet. Det viser, at krisen var alvorlig og systemisk og også vedrørte de største institutter i landet og tilliden til fastkurspolitikken.

2. Jf. Hauch (2014) i baggrundsrapporten.

Figur 2.2
Kontantprisgab, kredit/BNP-gab og bankkriser i Danmark



Anm.: Kredit-BNP gab er opgjort på baggrund af bankernes udlån.
Et "gab" udtrykker forskellen mellem det faktiske niveau og det strukturelle niveau. Det strukturelle niveau udtrykker niveauet i en normal konjunktursituation. Det strukturelle niveau er beregnet med et Hodrick-Prescott filter.
Kilde: Hauch (2014) i baggrundsrapporten.

Kreditudsving problematiske

Kreditgivningen er meget konjunkturmedløbende. Det medvirker til at øge konjunkturdsvingene i økonomien og forlænger i nogle tilfælde perioder med svage konjunkturer. En højkonjunktur er ofte forbundet med lave risikopræmier og høj risikovillighed. En kraftig økonomisk opgang kan betyde, at bankerne bliver for ukritiske i deres udlån og finansierer mere risikable projekter og mindre robuste virksomheder. Når konjunkturerne vender, kommer de dårlige projekter under pres. Det presser bankerne, hvis de ikke er tilstrækkeligt kapitaliserede, og vil i så fald fremtvinge en opstramning af kreditpolitikken, når konjunkturerne er vendt. Når det sker, er der risiko for en overreaktion, fordi en lavkonjunktur typisk er forbundet med større tab, faldende belåningsgrundlag og stigende usikkerhed om fremtiden. Et særligt vigtigt fokus i den finansielle regulering er således at undgå, at kreditinstitutterne er utilstrækkeligt kapitaliserede, når konjunkturerne er svage. Det kan medføre meget stram kreditpolitik og dermed forlænge og forstærke en økonomisk afmatning.

Bolig- og kreditmarkeder centrale for fremtidig stabiliseringspolitik

I den fremtidige stabiliseringspolitik er der således god grund til at holde øje med udviklingen på kredit- og ejendomsmarkederne. Der er imidlertid tale om et komplekst samspil. Nogle gange kan høj kreditvækst være udtryk for en velbegrundet udnyttelse af gode investeringsmuligheder, hvis kreditinstitutterne er tilstrækkeligt kapitaliserede, og udlånene samlet set bygger på en retvisende kreditvurdering. Kreditinstitutter skal således tage risici, men det bør i høj grad være kreditinstituttets ejere, der bærer omkostningerne, hvis det går galt, ligesom det er vigtigt at sikre, at et sammenbrud i et større institut ikke får store negative konsekvenser for hele det finansielle system. Analyser af finansielle kriser i andre lande viser desuden, at finansielle kriser også kan opstå uden forudgående kreditvækst eller boligprisstigninger.³ Derfor kan sandsynligheden for finansielle kriser reduceres, hvis man kan identificere årsagerne til voldsom krediteksponering og boligprisstigninger.

Sammenhæng mellem finansielle cykler og konjunkturcykler

I dele af faglitteraturen har der været en opfattelse af, at en finansiell cykel har sin helt egen udvikling, der ikke hænger specielt sammen med almindelige konjunkturcykler. Ifølge denne teori opstår finansielle kriser, når en top i en kreditykel mere eller mindre tilfældigt falder sammen med et toppunkt i en almindelig konjunkturcykel.

3. Jf. Hauch (2014) i baggrundsrapporten.

Det er dog næppe et retvisende billede. For Danmark bidrog liberalisering af realkredit-ten og andre dele af den finansielle regulering som nævnt væsentligt til væksten i boligpriserne og til den kraftige kreditvækst, og begge dele var med til at ophede realøkonomien. Da krisen ramte, var kreditinstitutterne lavt kapitaliserede og meget afhængige af korte lån hos udenlandske finansielle virksomheder, som skulle refinansieres – og som bl.a. medgik til at finansiere deres beholdning af obligationer bag de nye låntyper. Det medførte stor sårbarhed over for den internationale finanskrise i efteråret 2008. Men Danmark ville givetvis også have set et antal nødlidende banker i fravær af den internationale finanskrise, da en række indenlandske forhold medvirkede til den finansielle ustabilitet – fx indtraf krakket i Roskilde Bank, før den internationale finanskrise for alvor slog igennem.

Den generelle finanspolitik er et velegnet instrument til at dæmpe almindelige konjunkturudsving, hvis ellers finanspolitikken anvendes hensigtsmæssigt. Men finanspolitikken er ikke særligt rettet mod at styre udviklingen på kredit- og boligmarkederne. Det er derfor nødvendigt at supplere den generelle finanspolitik med redskaber, der er målrettet disse forhold.

Hvis udviklingen i kreditgivning og i boligpriserne skal have værdi som indikatorer for, om en finansiell krise er under opsejling, kræves data, som er tilgængelige i tilstrækkeligt god tid. Det er dog under alle omstændigheder svært på forhånd at identificere, om fx stigende priser er udtryk for en boble under opsejling, en tilpasning til et nyt langsigtet niveau eller blot et "normalt" konjunkturudsving.⁴

Boligpriserne steg desuden kraftigt lang tid før krisens udbrud og var endda begyndt at falde, da Lehmann Brothers indgav sin konkursbegæring i efteråret 2008. Udfordringen her er nærmere, at stigningen var meget stejl, og det var derfor først sent i processen, at det blev klart, at der var tale om en boligboble. Hvis man skal gøre sig håb om at modvirke kraftige stigninger i boligpriser, kræver det formentlig i højere grad automatiske stabilisatorer eller regelbaserede instrumenter, som er bygget ind i systemet. Ejendoms-værdiskattestoppet, som afkobler skatten fra boligværdien, er her et eksempel på det præcist modsatte, idet skattestoppet øger udsving i boligpriserne.

Mulighederne for at dæmpe udviklingen på boligmarkedet ville også have været bedre, hvis der havde været en bedre forståelse af drivkræfterne bag prisudviklingen, herunder virkningerne af finansiell deregulering. Analyserne bag denne rapport peger således på, at boligprisstigningerne især var drevet af nye låneformer og stor følsomhed overfor førsteårsydelse.⁵ Det var ikke konsensus synspunktet i årene op mod krisen. Den mangelfulde forståelse af dynamikken på boligmarkedet gjorde det svært at løse problemet på en fornuftig måde.

Udfordringen med at identificere finansielle kriser på forhånd betyder, at det kan være svært at indføre nye reguleringstiltag tidligt nok. Det er desuden en udfordring, at den politiske vilje til at foretage diskretionære indgreb på baggrund af forventede problemer kan være begrænset, navnlig i perioder med optimisme og fremdrift, og hvor krisebekendstheden er fraværende. Det taler for at fokusere mere på at sikre hensigtsmæssige automatiske stabilisatorer og for at uddelegere kompetence på afgrænsede områder til uafhængige myndigheder som Nationalbanken eller Det Systemiske Risikoråd, jf. kapitel 4 og 7 i denne rapport.

**Nye instrumenter
nødvendige**

**Afgørende om data
er tilgængelige i
realtid**

**Fordele ved
automatiske
stabilisatorer**

4. Jf. Hauch (2014) i baggrundsrapporten.

5. Jf. Heebøll (2014a) og Heebøll (2014c) i baggrundsrapporten.

2.2 Finanspolitikken i 00'erne

Det er et centralt finanspolitisk princip, at man skal føre en stram finanspolitik i gode tider. Stram finanspolitik under gode konjunkturer er en betingelse for at sikre holdbare finanser på længere sigt og samtidig sikre et råderum til at imødegå større konjunkturtilbageslag.

Den hovedregel blev ikke efterlevet i 00'erne. Den offentlige gæld blev godt nok nedbragt markant, og frem mod den finansielle krise var de strukturelle offentlige budgetoverskud på linje med de mål, der var stillet op. Det bidrog til at sikre troværdighed og handlemuligheder under krisen. Men de store overskud kan ikke tilskrives finanspolitikken, som var relativt lempelig, også i de gode år.

Finanspolitikken blev lempet i de gode tider

Samlet blev finanspolitikken lempet med godt seks pct. af BNP fra 2003 til 2010, jf. boks 2.4. Det svarer til godt 110 mia. kr. Ca. halvdelen af lempelsen – svarende til ca. tre pct. af BNP – blev gennemført i de relativt gode år fra og med 2004 til slutningen af 2008, hvor finanskrisen slog igennem. Det er særligt finanspolitikken i 2004 til 2007, som fremstår konjunkturforstærkende og dermed i strid med det centrale finanspolitiske princip.

Overophedning fulgte

Den ekspansive finanspolitik i årene op til krisen bidrog til overophedningen af den danske økonomi og medførte derfor, at nedturen i kølvandet på den internationale finanskrisen blev hårdere, end den ellers ville have været. Den ekspansive finanspolitik skærpede manglen på arbejdskraft og bidrog sammen med ejendomsværdiskattestopet til den kraftige stigning i boligpriserne, jf. kapitel 4.

Budgetterne skred

Lempelserne var større end planlagt, særligt fordi udgifterne til offentligt forbrug steg mere end aftalt og budgetteret. I årene 2003-2008 blev det reale offentlige forbrug i gennemsnit forøget med 1,6 pct. om året. Det er knap dobbelt så meget som forudsat i finanslovene for de pågældende år. Denne ikke-planlagte mervækst i udgifterne medførte et samlet finanspolitisk provenutab på omkring 1,3 pct. af BNP. I 2009 steg det offentlige forbrug også markant mere end planlagt.

Størrelsen af de finanspolitiske lempelser kan alternativt opgøres med udgangspunkt i skønnene for den strukturelle saldo, dvs. den offentlige budgetsaldo efter korrektioner for konjunktursituation mv. Desuden skal den strukturelle saldo så vidt muligt korrigeres for andre bidrag, som ikke afspejler finanspolitiske beslutninger mv. i de pågældende år, herunder eksempelvis udviklingen i renteudgifterne. Opgørelsen med udgangspunkt i den strukturelle saldo understøtter vurderingen af, at finanspolitikken blev lempet med i størrelsesordenen tre pct. af BNP i årene 2003 til 2008, jf. boks 2.5.

Boks 2.4 Planlagt og ikke-planlagt finanspolitik

I den stærke opgangskonjunktur fra 2004 til 2008, hvor den samlede efterspørgsel voksede hurtigere end produktionskapaciteten, og økonomien til slut blev stærkt overophedet, var den *planlagte* finanspolitik omtrent neutral. Provenuvirkningerne fra den planlagte politik var således tæt på nul i alle årene (inden for +/- 0,2 pct. af BNP), og den planlagte finanseffekt var også tæt på nul i disse år. Den planlagte finanspolitik var med andre ord ikke konjunktur-dæmpende under højkonjunkturen.

I finansloven for 2004 var planlagt en lempelse af finanspolitikken med en aktivitetsvirkning (en finanseffekt) på 0,4 pct. af BNP, men i marts 2004 besluttede man en yderligere lempelse i kraft af Forårspakken, som forøgede aktivitetsvirkningen med 0,3 pct. af BNP. Forårspakken omfattede en stigning i de offentlige investeringer og en fremrykning af de skattnedsættelser, som i forvejen var planlagt. Skattnedsættelserne inkluderede introduktionen af beskæftigelsesfradraget og en forhøjelse af grænsen for betaling af mellemskatten.

Boks 2.4, fortsat

Forårspakken medførte imidlertid ikke en ændring i den målte finanspolitiske provenuvirkning, fordi det samtidigt blev besluttet at suspendere indbetalinger til den Særlige Pensionsordning (SP-ordningen). Suspension af SP-indbetalingerne øgede den private efterspørgsel, men styrkede isoleret set de offentlige finanser på kortere sigt, fordi indbetalingerne var fradragsberettigede. Den samlede provenueffekt af den planlagte finanspolitik for 2004 var således -0,7 pct. af BNP både i december-vurderingen fra 2003 og i maj-redegørelsen fra 2004, hvor Forårspakken blev indregnet. Ses bort fra suspensionen af SP-bidraget, ville provenuvirkningen af den planlagte finanspolitik have været omkring minus en pct. af BNP i 2004.

Samlet blev finanspolitikken noget lempeligere end planlagt i finanslovene for de pågældende år. De realiserede lempelser fra 2003 til 2008 er således opgjort til tre pct. af BNP, eller ca. 55 mia. kr., hvilket skønnes at være omkring en pct. af BNP mere end det, som var planlagt i finanslovene for de pågældende år.

I hele perioden fra 2003 til 2010 var den samlede lempelse på godt seks pct. af BNP. Det svarer til godt 110 mia. kr. i 2011-niveau. Ca. en tredjedel af lempelsen var ikke planlagt i finanslovene for de pågældende år.

Når lempelserne blev større end planlagt, skyldtes det især, at udgifterne til offentligt forbrug steg mere end aftalt og budgetteret. I årene 2003 til 2008 blev det reale offentlige forbrug i gennemsnit forøget med 1,6 pct. om året. Det er knap dobbelt så meget som forudsat i finanslovene for de pågældende år. Denne ikke-planlagte mervækst i udgifterne medførte et samlet finanspolitisk provenutab på omkring 1,3 pct. af BNP. I 2009 steg det offentlige forbrug også markant mere end planlagt.

Ifølge Det Økonomiske Råds opgørelse har lempelserne været nogenlunde ligeligt fordelt på indtægts- og udgiftssiden. På udgiftssiden er det særligt væksten i det offentlige forbrug, som har bidraget. Lempelse på indtægtssiden knytter sig bl.a. til skattnedsættelserne i Forårspakken fra 2004 samt virkningen af skattestoppet for punktafgifter og ejendomsværdiskat. I 2010 blev personbeskatningen desuden sat ned som et led i Forårspakke 2.0. Denne skattnedsættelse skulle bidrage til at understøtte konjunkturerne og finansieres i kraft af skattestigninger i årene efter 2010.

Boks 2.5 Finanspolitikken målt på den strukturelle saldo

Ifølge Finansministeriets skøn fra 2012 blev den strukturelle saldo styrket med ca. en pct. af BNP fra 2002 til og med 2008, hvor den nåede op på godt to pct. af BNP. Dermed var det strukturelle overskud helt på linje med de finanspolitiske målsætninger for den offentlige saldo, som var stillet op i de mellemfristede 2010- og 2015-planer.

Styrkelsen af den strukturelle saldo skyldtes imidlertid ikke finanspolitikken, men tre andre forhold.

For det første medførte de store overskud på de offentlige finanser en kraftig nedbringelse af den offentlige gæld og dermed rentebetalingerne på gælden. Det gav en strukturel styrkelse af finanserne på knap 1,5 pct. af BNP i perioden 2003 til 2008.

For det andet gav aktiviteterne i Nordsøen et større skatteprovenu. Bidraget herfra til styrkelsen af den strukturelle saldo var på 0,8 pct. af BNP i perioden 2003 til 2008. Dette bidrag skyldtes, at produktionen af olie og gas blev større end ventet, og at oliepriserne steg.

For det tredje steg den strukturelle beskæftigelse i 00'erne blandt andet understøttet af befolkningsudviklingen og reformer af arbejdsmarkedspolitikken. Finansministeriet vurderer, at fremgangen i den strukturelle beskæftigelse styrkede finanserne med to pct. af BNP, men skønnet er usikkert.

Hvis udviklingen i den strukturelle saldo korrigeres for det underliggende positive bidrag fra disse tre poster, er der samlet tale om en svækkelse af finanserne på 3,3 pct. af BNP i perioden 2003 til 2008. Det svarer nogenlunde til de skønnede provenuvirkninger fra finanspolitikken i perioden på minus 3 pct. af BNP.

Man kan tolke opgørelsen på den måde, at gevinsterne fra faldende rentebetalinger på gælden, større indtægter fra Nordsøen samt fremgangen i den strukturelle beskæftigelse i årene frem mod krisen blev brugt til at lempe finanspolitikken i disse år.

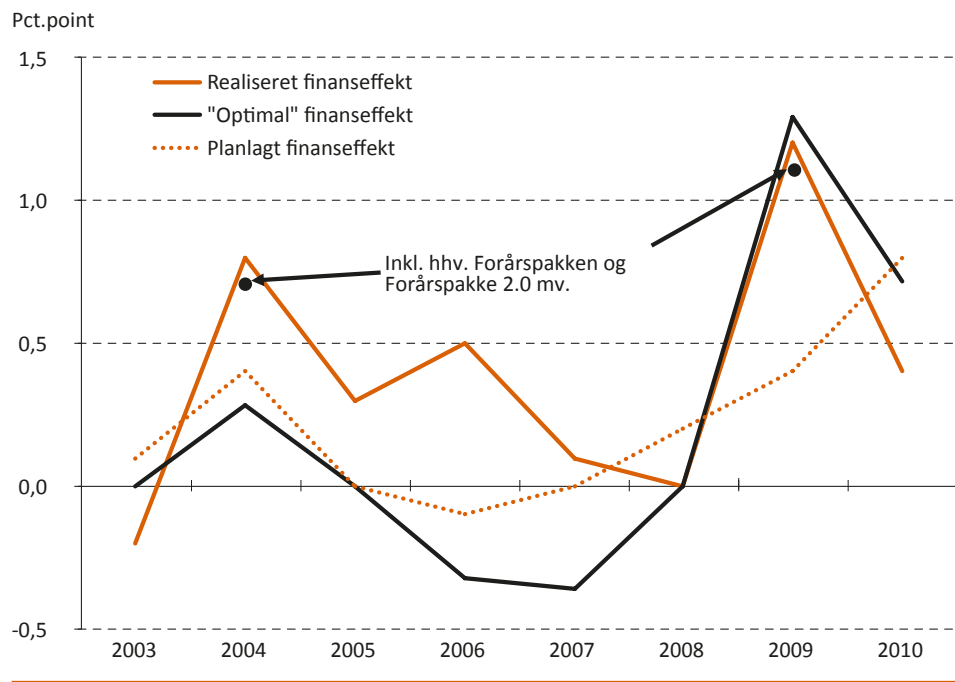
For 2009 og 2010 bekræfter opgørelsen også, at finanspolitikken blev lempet med omkring tre pct. af BNP. Det bidrog til at dæmpe krisens effekter på beskæftigelsen. Lempelserne af finanspolitikken i 2009 og 2010 slog meget synligt igennem på den strukturelle saldo, da den negative budgetvirkning af lempelserne ikke blev opvejet af positive budgetbidrag fra højere strukturel beskæftigelse og fra aktiviteterne i Nordsøen. Samtidig bremsede faldet i rentebetalingerne op, fordi faldet i den offentlige nettogæld blev afløst af en stigning pga. stigende budgetunderskud.

Simpel finanspolitisk regel

Det Økonomiske Råd har opstillet en simpel stabiliseringspolitisk tommelfingerregel. Hvis det såkaldte outputgab – dvs. forskellen mellem det faktiske og det "konjunkturrensede" BNP – overstiger et vist positivt eller negativt niveau, skal finanspolitikken justeres for at modvirke udsvingene i produktion og beskæftigelse.⁶ Der er tale om en meget simpel og mekanisk regel, og Det Økonomiske Råd fremhæver, at den ikke kan stå alene, men må suppleres med en konkret vurdering i den givne situation, før den endelige beslutning om finanspolitikken træffes. Vi har sammenlignet den førte finanspolitik med tommelfingerreglen.⁷

Finansministeriets decemberskøn for finanseffekten i årene 2003 til 2010 fremgår af figur 2.3. En positiv finanseffekt er udtryk for en ekspansiv finanspolitik.

Figur 2.3
Finanspolitikens aktivitetsvirkning. Realiseret og planlagt og med en mere optimal tommelfingerregel



Kilde: Kraka (2012) i baggrundsrapporten.

6. Tommfingerrreglen indebærer, at finanspolitikken – målt ved finanseffekten – i et år med svage konjunkturer skal lempes i størrelsesordenen 25 pct. af outputgabet. Det gælder imidlertid kun, hvis outputgabet er under minus en pct. af BNP. Hvis outputgabet eksempelvis er minus to pct. af BNP, skal lempelsen ifølge reglen svare til 0,5 pct. af BNP opgjort ved finanseffekten. Omvendt skal finanspolitikken strammes med 25 af outputgabet, hvis outputgabet overstiger en pct. af BNP. Hvis outputgabet er mellem minus en og en pct. af BNP, skal finanspolitikken være nogenlunde neutral. Reglen bygger på modelberegninger, hvor det bl.a. antages, at renten er upåvirket af de finanspolitiske beslutninger. Det kan være en rimelig approksimation under forholdsvis normale forhold, hvor der er tillid til finanspolitikken.

7. Jf. Kraka (2012) i baggrundsrapporten.

Finanseffekten er klart positiv i årene 2004 til 2006, og igen under den finansielle krise i 2009 og 2010. Billedet af finanspolitikken er altså nogenlunde det samme, som når man ser på provenueffekterne.

Der er samtidigt beregnet en finanseffekt, som følger De Økonomiske Råds tommelfingerregel, "optimal finanseffekt". Finanspolitikken skulle ifølge tommelfingerreglen have været svagt lempelig i 2004, men neutral i 2003 og 2005. Finanspolitikken skulle derefter være strammet i 2006 og 2007. Det vil sige, at finanspolitikken gennemgående har været for lempelig i årene 2004 til 2007, når tommelfingerreglen lægges til grund.

Finanspolitikken for lempelig i 2004 til 2007

2.3 Retorikken omkring finanspolitikken

Retorik kan påvirke følelser, og følelser kan påvirke adfærd.⁸ Forskning inden for krydsfeltet mellem psykologi og økonomi viser, at hvis man danner en følelse i en gruppe af forsøgspersoner, påvirker det deres opfattelse af virkeligheden og deres handlinger. Glade følelser giver positive forventninger til fremtiden og betyder, at mennesker er mere villige til at løbe risici. Glade følelser kan også få mennesker til at træffe beslutninger baseret på få informationer og tommelfingerregler. Omvendt kan visse negative følelser som frygt eller angst betyde mere forsigtige beslutninger. Eksempelvis viser forskning, at ængstelighed leder til mere sikre investeringer med lavere afkast.

Retorik kan påvirke adfærd

En retorik, som giver glade følelser omkring landets økonomiske situation, kan derfor betyde øget privatforbrug og større tendens til risikotagning i befolkningen. Hvis større tryghedsfølelse fører til irrationelle beslutninger, kan det også forstærke tendensen til bobler på boligmarkedet. Der er tegn på, at en væsentlig del af prisstigningerne på boligmarkedet i perioden op mod krisen, og særligt i byområderne, var drevet af positive forventninger. Der er også tegn på, at de kraftige stigninger i boligpriserne har medvirket til at forværre krisen.

Positiv retorik kan føre til forøget privatforbrug

En analyse udført for Finanskrisekommissionen understøtter den øvrige forskning på området og tyder på, at positiv retorik omkring den økonomiske politik kan have forstærket optimismen hos danskerne.⁹ Analysen sammenligner også retorikken under den forrige regering og under Nyrup-regeringen.

Retorikken i 00'erne kan have skabt positive følelser

Analysen konkluderer, at i årene 2005 til 2007 var regeringens retorik med hensyn til Danmarks økonomiske situation overvejende positiv. Det fremgår af en række taler under den årlige finanslovsdebat afholdt af henholdsvis finansministeren og den politiske ordfører fra finansministerens parti.

Positiv retorik op mod krisen

Regeringen beskriver i disse år Danmarks økonomi i positive vendinger og lægger vægt på den høje beskæftigelse, det stigende offentlige forbrug og en hastig nedbringelse af statens gæld. Der var ikke politisk fokus på risikoen ved de kraftigt stigende boligpriser. I samme periode advarede en række økonomiske eksperter om problemer med flaskehalse på arbejdsmarkedet og for hastige lønstigninger.

Eksperters advarede om overophedning

Først i 2008 begynder regeringens retorik at blive mere forsigtig. Her bemærkes det, at der er stort pres på arbejdsmarkedet, for høje lønstigninger og uro på de finansielle markeder.

Både før og efter var retorikken mere afdæmpet

8. Jf. Nørgaard m.fl. (2014) i baggrundsrapporten.

9. Jf. Nørgaard m.fl. (2014) i baggrundsrapporten.

Til sammenligning var regeringens retorik under højkonjunkturen fra 1997 til 2000 noget mere afdæmpet. Den daværende finansminister advarede således allerede i 1997 om sandsynligheden for overophedning, og finanspolitikken blev strammet ud fra konjunktursyn. Der var dog også i denne periode et større fokus på at sikre fastkurspolitikens troværdighed.

Selvopfattet livskvalitet holdt skansen

Som en del af arbejdet i Finanskrisekommissionen er der også set på, hvordan krisen har påvirket den selvopfattede livstilfredshed i en række lande.¹⁰ Der er en tendens til, at lande, der har været hårdt ramt af krisen målt ved ledighed og BNP per indbygger, også har oplevet et større fald i livskvalitet. Det gælder ikke mindst de tre sydeuropæiske økonomier, Grækenland, Portugal og Spanien. Særligt i Grækenland er der tale om en markant nedgang i tilfredshed. I andre lande som f.eks. Danmark, Storbritannien og Finland er den selvrapporterede livskvalitet derimod nogenlunde uændret henover kriseårene på trods af, at disse lande også har haft relative store fald i produktionen. Danskerne selvopfattede livstilfredshed er faktisk steget en anelse på trods af tilbagegangen.

2.4 Finanspolitikken fremover

Økonomien grundlæggende forandret

Finanspolitikken var planlagt for lempelig i de gode år, og udgifterne skred. Men dansk økonomi blev også grundlæggende forandret i 00'erne. Fx blev der introduceret nye låneformer, der gjorde økonomien mere følsom over for den korte rente og førsteårsydelsen på boliglån. Det har forstærket konsekvenserne af, at finanspolitikken var for lempelig.

Effekterne af kreditliberaliseringen var ikke erkendt

Disse ændringer i den finansielle regulering bidrog kraftigt til ophedningen i 00'erne, og deres virkning blev forstærket af bl.a. ejendomsværdiskattestoppet. Vurderingerne af effekterne af dereguleringen, som lå til grund for de politiske beslutninger, var ikke tilfredsstillende. Der var ikke klarhed over effekterne og de krav, som en deregulering ville stille til den økonomiske politik på andre områder, herunder ift. fastkurspolitikken, boligmarkedet og makroøkonomisk stabilitet.

Konjunkturforstærkende finansiel regulering er uheldig

Det er uheldigt, hvis ændringer i den finansielle regulering virker konjunkturforstærkende, sådan som vi har set det gennem de seneste ti år. Ændringer i den finansielle regulering kan have stor betydning for den realøkonomiske udvikling på kort og længere sigt, og på de krav, der stilles til andre dele af den økonomiske politik, særligt finanspolitikken. Det er vigtigt at få en større forståelse af samspillet mellem den reale og finansielle del af økonomien og styrke det faglige grundlag for beslutninger om finansiel regulering.

Rentefølsomhed stiller krav til finanspolitikken

Finanspolitikken skal være tilstrækkelig stram i gode tider, også selv om der kan være store overskud på finanserne. Med fastkurspolitikken er det grundlæggende finanspolitikken opgave at sikre mod økonomisk overophedning. Der er ikke noget nyt i denne arbejdsdeling mellem finans- og pengepolitikken. Men udfordringen er større i dag som følge af indførelsen af nye låneformer og det deraf følgende større behov for at undgå situationer, hvor det pengepolitiske rentespænd skal sættes op for at forsvare kronekursen.

Godt med budgetlov

Det er afgørende, at tilliden til de offentlige finansers holdbarhed fastholdes. Det er med til at sikre troværdighed om fastkurspolitikken og den finansielle stabilitet. Prisen for udisciplineret finanspolitik kan være meget høj for Danmark som følge af stor følsomhed over for ændringer i de korte renter og en stor finansiell sektor. Derfor er det positivt, at

10. Jf. Kaarsen (2014b) i baggrundsrapporten.

Danmark nu har fået en budgetlov, som ser ud til at have stoppet den mangeårige tendens til udgiftsskred.

Stigningen i kravene til finanspolitikken, som den beskrevne udvikling har medført, taler imidlertid for at supplere budgetloven med en yderligere styrkelse af de "finanspolitiske vagthundes" rolle. Derfor foreslår vi, at de finanspolitiske anbefalinger i rapporterne fra Det Økonomiske Råd behandles af Finansudvalget på et åbent møde, hvor finansministeren og et medlem af Nationalbankens direktion deltager med indlæg. I forbindelse med mødet bør der anvendes et "følg eller forklar" princip, som indebærer, at regeringen efterfølgende enten skal følge de finanspolitiske anbefalinger fra Det Økonomiske Råd og/eller Nationalbanken eller redegøre skriftligt for, hvorfor man tilsidesætter anbefalingerne.

**Behov for at styrke
de "finanspolitiske
vagthunde"**

Baggrundsrapporter og -notater anvendt i dette kapitel

Hauch, J. (2013): Overblik over resultaterne fra andre landes finanskrise kommissioner.

Hauch, J. (2014): Finansielle cykler.

Heebøll, C. (2014a): De nye låneformer, kreditpolitik og effekten på boligpriser i storbyerne.

Heebøll, C. (2014c): Regional Danish housing booms and the effects of financial deregulation and expansionary economic policy.

Kaarsen, N. (2014b): Livskvalitet og krisen i Europa.

Kraka (2012): Finanspolitik i 00'erne.

Kraka (2013d): 2015-planen fra 2007 ramte plet på beskæftigelsen i 2011, trods finanskrisen.

Nørgaard, A.S., Klemmensen R. og Svendsen, H. (2014): Regeringers økonomiske retorik, følelser & forbrugeradfærd: Effekter af regeringens retorik om økonomien for danskernes optimisme og privatforbrug.



3. Fastkurspolitik, nye låneformer og pengeinstitutternes låntagning i udlandet

Boks 3.1 Hovedkonklusioner

- Fastkurspolitikken betyder, at det danske renteniveau som udgangspunkt fastlægges af Den Europæiske Centralbank (ECB). Den rente, vi "importerer", kan derfor være for lav eller for høj efter danske forhold. Det har altid været et vilkår for fastkurspolitikken, som derfor stiller krav til andre dele af den økonomiske politik.
- Med de nye låneformer er dansk økonomi imidlertid blevet mere følsom over for ændringer i de korte renter. Omkostningerne ved et "skævt renteniveau" er derfor blevet større. Det øger kravene til andre dele af den økonomiske politik, særligt finanspolitikken men fx også boligbeskatningen. Hvis det ikke efterleves, vil der komme større udsving i økonomien, hvilket kan svække troværdigheden af fastkurspolitikken.
- I øjeblikket er renteniveauet historisk lavt, og ECB og andre forventer, at renteniveauet forbliver lavt i en længere periode. Det medfører risiko for en ustabil udvikling i Danmark, som bør adresseres relativt hurtigt.
- De nye låneformer betyder også, at det har større samfundsøkonomiske omkostninger, når Nationalbanken forsvarer kronen ved at sætte den pengepolitiske rente op ift. udlandet. Det kan medføre væsentlige svækkelser af boligmarkedet og af husholdningernes økonomi i en krisesituation. Dette kan derfor på sigt true opbakningen til fastkurspolitikken.
- Pengeinstitutterne havde op til den seneste krise opbygget et stort indlånsunderskud, som bl.a. var finansieret med korte lån på de udenlandske finansmarkeder. Det medførte pres på valutareserven og fastkurspolitikken, da de internationale finansmarkeder frøs til. Da finanskrisen ramte os i 2008, var valutareserven forholdsvis lav. Krisen afslørede, at valutareserven ikke var indrettet efter de underliggende risici, som løbende var opbygget i det finansielle system.
- Der er ikke sket væsentlige ændringer i pengeinstitutternes forretningsmodel, der forhindrer, at de igen bliver stærkt sårbare over for fastfrysning af penge- og valutamarkederne. Analysen peger på, at institutternes afhængighed af kortfristede lån i udenlandsk valuta i dag kan være lige så høj som i årene op til krisen. Det er dog svært at afgøre, hvor sårbare institutterne er, bl.a. fordi der ikke er adgang til tilstrækkeligt detaljerede data.
- Pengeinstitutterne har opbygget en stor beholdning af de obligationer, som finansierer de nye realkreditlån med rentetilpasning til danske boligejere. Institutterne har formentlig delvist finansieret disse lån ved at opbygge kort gæld på de internationale markeder. Det kan øge de samfundsøkonomiske risici ved de nye låneformer.

Boks 3.2 anbefalinger

- De nye finansielle vilkår – dvs. den større følsomhed overfor pengepolitiske renteforhøjelser og pengeinstitutternes internationale eksponering - kræver en større valutareserve end før krisen. Det medfører statslige omkostninger. Det er uklart, om det nuværende reserveniveau vil være tilstrækkeligt i en fremtidig krisesituation.
- Vi anbefaler, at der sker en gradvis, men væsentlig reduktion af udbredelsen af afdragsfrie realkreditlån og lån med variabel rente. Det kan bidrage til større stabilitet i dansk økonomi og til at sikre troværdigheden af fastkurspolitikken. Det reducerer også risikoen for, at staten føler sig presset til at gribe ind med garantier og lignende for at hjælpe boligejere, landbrug mv. i perioder med pres på kronen.
- En del af valutareserven er nødvendigjort af, at større kreditinstitutter finansierer en del af deres aktiviteter med kortfristede lån i udenlandsk valuta. Dermed betaler staten delvis for de samfundsøkonomiske risici, som disse eksponeringer repræsenterer. Vi foreslår, at der stilles krav om, at institutterne selv skal have et passende likviditetsberedskab i valuta.
- Vi anbefaler, at myndighederne lægger mere vægt på at sikre, at den økonomiske politik i almindelighed er afstemt med de krav, som fastkurspolitikken stiller. Det drejer sig især om at sikre, at finanspolitikken er tilpas stram i gode tider. Men det gælder også i spørgsmålet om ejendomsbeskatningen og de nye låneformer, som har betydning for den finansielle stabilitet i Danmark og vilkårene for fastkurspolitikken. Endvidere bør hensynet til fastkurspolitikken indtænkes i arbejdet i Det Systemiske Risikoråd.

3.1 Pengepolitisk stress

Troværdig fastkurspolitik

Danmark har ført troværdig fastkurspolitik siden starten af 80'erne. Det har bidraget til en stabil økonomisk udvikling med lav og stabil inflation og har samtidig været med til at styrke disciplinen i finanspolitikken. Fastkurspolitikken indebærer, at kronen står i et fast forhold over for euroen inden for et lille udsvingsbånd.

Dansk rente følger ECB's

ECB fastlægger den pengepolitiske rente for euroområdet med henblik på at sikre en stabil pris- og konjunkturudvikling i euroområdet som helhed. Lande, der som Danmark har en målsætning om en fast kurs over for euroen, er nødt til at følge ECB's rente tæt. Ellers kan fastkurspolitikken ikke opretholdes. Renten i Danmark er således givet udefra og på et niveau, der er fastlagt med henblik på at styre prisudviklingen i euroområdet.

Med fastkurspolitikken er den rente, der "importeres", derfor ikke altid afstemt med de økonomiske behov i Danmark. Det har altid været et grundvilkår for fastkurspolitikken, som derfor stiller krav til andre dele af den økonomiske politik.

Rente kan passe dårligt med konjunktoren

Hvis den rente, vi importerer fra euroområdet, er for lav (eller for høj) efter danske forhold, taler man om "pengepolitisk stress". I en situation, hvor et land er udsat for pengepolitisk stress i form af for lav rente, er der bl.a. risiko for kraftige boligprisstigninger samt økonomisk overophedning med pres på konkurrenceevnen, hvis ikke der gennemføres passende stramninger i andre dele af den økonomiske politik. Omvendt kan der blive behov for tiltag for at holde den økonomiske aktivitet i gang, hvis ECB's rentepolitik skulle vise sig at blive alt for stram i forhold til den indenlandske konjunktursituation.

I Danmark er der således en klar arbejdsdeling, som betyder, at pengepolitikken skal understøtte fastkurspolitikken, mens finanspolitikken skal sikre mod voldsomme konjunkturudsving og i øvrigt være troværdig og holdbar. Hvis ECB's pengepolitik er for lempelig efter danske forhold, er det således finanspolitikken opgave at gribe ind og kompensere for det lave renteniveau.

Finanspolitikken skal kompensere

Generel finanspolitik er dog ikke et særligt præcist eller målrettet instrument, hvis sigtet er at stabilisere fx bolig- og ejendomsmarkedet. Det kræver andre instrumenter, herunder såkaldt makroprudentiel politik, og at strukturerne på boligmarkedet er indrettet hensigtsmæssigt.

Finanspolitikken kan ikke løse alle problemer

Indførelsen af nye låneformer har øget de potentielle samfundsøkonomiske omkostninger ved pengepolitisk stress og dermed også kravene til andre dele af den økonomiske politik. Eksempelvis er det blevet endnu vigtigere at sikre gode strukturer på boligmarkedet, herunder at ejendomsbeskatningen bidrager til at stabilisere markedet. Hvis andre dele af den økonomiske politik ikke lever op til denne arbejdsdeling, så vil Danmark bl.a. opleve større konjunkturbevægelser og hyppigere pres på kronen, og troværdigheden omkring fastkurspolitikken kan gradvist blive eroderet.

De nye låneformer skaber problemer

3.1.1 Pengepolitisk stress i 00'erne

Vi har analyseret omfanget af pengepolitisk stress i Danmark og en række eurolande i årene op til finanskrisen. Analysen finder et betydeligt niveau af pengepolitisk stress i flere eurolande, allerede fra eurosamarbejdets start og frem til starten af finanskrisen.¹ Dette gælder specielt for Grækenland, Irland og Spanien, som alle oplevede kraftige prisbobler på boligmarkedet og sidenhen blev hårdt ramt af finanskrisen.

Betydeligt pengepolitisk stress i flere lande

Der er dog stor forskel på graden af pengepolitisk stress i de forskellige EU-lande. Pengepolitikken har været rimeligt godt afstemt med forholdene i både Frankrig og især Tyskland. Her ligger den pengepolitiske rente ikke langt fra den rente, der bedst afspejler det nationale konjunkturbillede.²

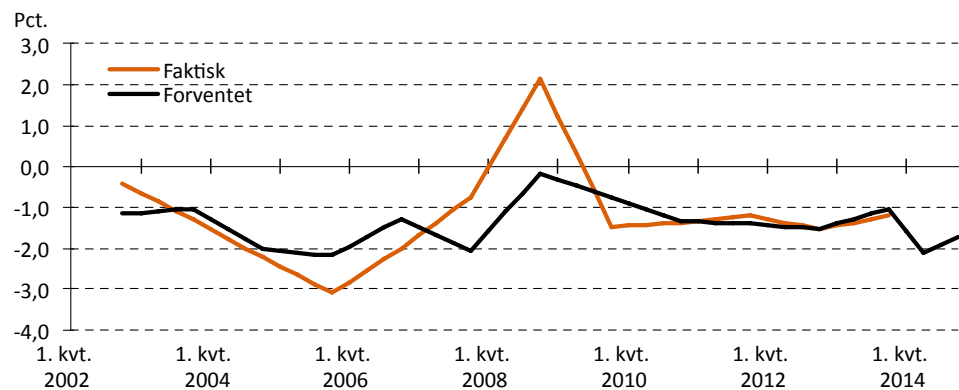
For Danmark findes også et væsentligt omfang af pengepolitisk stress fra 2003 til 2007, jf. figur 3.1. I lighed med Grækenland, Irland og Spanien var det pengepolitiske stressniveau i Danmark på sit højeste i 2005 og 2006, hvor de danske boligpriser også steg mest.

Også stress i Danmark

1. Jf. Heebøll (2014b) i baggrundsrapporten.
2. Jf. Heebøll (2014b) i baggrundsrapporten.

Figur 3.1

Pengepolitisk stress i Danmark i 00'erne – forskel mellem pengepolitisk rente og et "konjunkturafstemt niveau" for den pengepolitiske rente.



Anm.: Det pengepolitiske stress angiver afvigelsen imellem den faktiske pengepolitiske rente, og den hypotetiske rente, der fremkommer, hvis pengepolitikken var ført med udgangspunkt i ECB's estimerede pengepolitiske regel, men beregnet ud fra danske økonomiske forhold. Negative værdier indikerer, at renterne var under det niveau, der ville have været passende efter danske konjunkturforsø. Det forventede niveau for pengepolitisk stress måles med udgangspunkt i forventninger til outputgab og inflation i de pågældende år. Det faktiske niveau måles med udgangspunkt i opdaterede oplysninger. Opgørelsen er forbundet med usikkerhed.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra OECD og Consensus Economics samt diverse Økonomiske Redegørelser.

Den pengepolitiske rente var omkring to pct. point for lav

Samlet peger analysen på, at den pengepolitiske rente i 2005 og 2006 var ca. to pct. point lavere, end hvad de økonomiske forhold i Danmark umiddelbart tilsagde. Det afspejler mere grundlæggende, at andre dele af den planlagte økonomiske politik, herunder finanspolitikken, ikke var tilstrækkeligt stram. Ca. en fjerdedel af det beregnede pengepolitiske stress kan dog også henføres til, at højkonjunktoren i 2005 og 2006 blev stærkere, end man oprindeligt forventede.

Særligt vigtigt for boligmarkedet

Pengepolitisk stress i Danmark har haft særlig betydning for prisudviklingen på boligmarkedet. Knap en tredjedel af boligprisstigningerne fra 2000 til 2007 kan isoleret set tilskrives, at renteniveauet var for lavt efter danske forhold i denne periode, jf. kapitel 4. Virkningen af det relativt lave renteniveau blev forstærket af indførelsen af rentetilpasningslån i 1999, afdragsfrie lån i 2003, samt introduktion af skattestoppet for ejendomsværdiskatten i 2002. Disse tiltag har medført, at boligmarkedet er blevet mere følsomt over for situationer, hvor renteniveauet er for lavt eller for højt ift. danske konjunkturforsø.

Rentefølsomheden steget betragtelig

Vi har analyseret udviklingen i boligmarkedets følsomhed over for ændringer i de korte pengepolitiske renter. Analyserne peger på en væsentlig stigning i følsomheden siden begyndelsen af 00'erne. Desuden er husholdningernes økonomi blevet mere følsom over for den korte rente, idet deres variabelt forrentede bruttogæld er steget kraftigt, og en stor del af gælden er uden afdrag. Det er samlet udtryk for, at de potentielle samfundsøkonomiske omkostninger ved pengepolitisk stress er større i dag end tidligere. Eller med andre ord: Det er blevet endnu vigtigere at sikre, at finans- og strukturpolitikken er afstemt med, at Danmark fører fastkurspolitik.

3.1.2 Renten er også i dag for lav efter danske forhold

Lempelig pengepolitik

I øjeblikket er ECB's pengepolitik meget lempelig. De pengepolitiske renter er tæt ved nul pct., og ECB har meldt ud, at renterne vil forblive på de nuværende niveauer i en længere periode. Dette er ikke mindst gjort for at tilgodese den økonomiske udvikling i de sydeuropæiske lande.

I Økonomisk Redegørelse fra august 2014, forventes et outputgab i 2015 på -1,75 pct. og en inflation på 1,2 pct.³ Dermed kan det groft beregnes, at den "optimale" pengepolitiske rente i Danmark ligger på 1,5 til 2 pct., jf. figur 3.1. Vi får altså, hvis disse skøn lægges til grund, et pengepolitisk stressniveau, der næsten svarer til niveauet i 2005 og 2006.

Det peger på, at der vil være behov for at stabilisere den økonomiske udvikling vha. finans- og strukturpolitik. Det gælder ikke mindst på boligmarkedet, hvor specielt hovedstadsområdet har haft store prisstigninger igennem de seneste år. Der er tilmed mulighed for at udviklingen på et tidspunkt kan gå relativt hurtigt, og det er derfor vigtigt, at man er klar til at stramme finanspolitikken yderligere og foretage de nødvendige strukturpolitiske ændringer.

Behov for stabilisering

Traditionel finanspolitik virker via den samlede efterspørgsel og er som nævnt ikke målrettet mod fx bolig- og ejendomsmarkedet. Desuden har boligprisudviklingen en stærk regional dimension, hvor de store befolkningstætte byområder driver udviklingen. Det er særligt i hovedstadsområdet og Aarhus, at der i analyserne er fundet stor følsomhed over for lave renter og nye låneformer, mens mange andre områder i højere grad påvirkes indirekte. Det understøtter, at det er svært at inddæmme store prisstigninger på boligmarkedet med traditionelle finanspolitiske virkemidler. Det kræver mere strukturelle tiltag, som kan virke mere målrettet, og som tager udgangspunkt i den måde, boligmarkedet er indrettet på, herunder fx beskatning, låneadgang eller makroprudentielle tiltag, jf. kapitel 7. Ejendomsværdibeskatningen var tidligere indrettet sådan, at den automatisk tog hensyn til regionale forhold, men i kraft af ejendomsskattestoppet fra 2002 virker boligbeskatningen i dag destabiliserende på boligmarkedet, og effekten ser ud til at være størst i storbyerne. Samlet set er betingelserne for nye boligbobler med udspring i hovedstadsområdet således fortsat til stede, og sandsynligheden er næppe mindre end i 00'erne.

Regionale aspekt vigtigt

3.2 Andre udfordringer for fastkurspolitikken

Indførelsen af nye låneformer har også på andre områder udfordret fastkurspolitikken. Fastkurspolitik kræver i nogle situationer, at Nationalbanken sætter den pengepolitiske rente op i forhold til renten hos "det pengepolitiske anker", som er euroområdet. Det var fx tilfældet i efteråret 2008, og det skete flere gange i 90'erne. Isolerede danske renteforhøjelser medfører et større rentespænd, som alt andet lige øger efterspørgslen efter fordringer i danske kroner, hvilket styrker valutareserven og kronen.

Med liberaliseringen af realkreditte er dansk økonomi imidlertid blevet mere følsom over for selvstændige danske pengepolitiske renteforhøjelser. Det skyldes især udbredelsen af rentetilpasningslån og afdragsfrie lån kombineret med husholdningernes meget høje bruttogæld, som også delvist er en konsekvens af de nye låneformer. Disse strukturelle ændringer i økonomien øger de samfundsøkonomiske konsekvenser ved at forsvare kronen med pengepolitiske renteforhøjelser.

De nye låneformer

Hvis pengepolitiske renteforhøjelser til forsvar for kronen har store økonomiske konsekvenser for husholdningerne og boligmarkedet, kan det medføre udfordringer for fastkurspolitikken. Den hjemlige opbakning til fastkurspolitikken kan således falde, når først danske husholdninger har oplevet et forsvar af kronen, som væsentligt svækker deres rådighedsbeløb og friværdier. Desuden kan konsekvensen være, at der tages større spekulative positioner mod den danske krone i en krisesituation. Under kriser er der nor-

Presser fastkurspolitikken

3. Jf. Økonomi- og Indenrigsministeriet (2014): Økonomisk Redegørelse: August 2014.

malt en tendens til, at investorer søger fra små valutaer over mod store valutaer, fx euro og dollar.

Kan det forenes?

Det rejser det mere grundlæggende spørgsmål, om den kraftige udbredelse af de nye låneformer er forenelig med fastkurspolitikken på længere sigt. I hvert fald er kravet i dag formentlig en markant større valutareserve end tidligere, idet en stor valutareserve reducerer sandsynligheden for, at rentespændet må øges for at forsvare kronen.

Den store udbredelse af de nye lån medfører også risiko for, at pres på kronen eller problemer i den finansielle sektor, der vanskeliggør pengeinstitutternes låntagning i udlandet, hurtigere vil udløse statslige garantier med henblik på at hjælpe boligejerne. Hvis det politiske system vurderer, at større renteforhøjelser ikke vil være acceptable af hensyn til boligejerne og erhvervslivet, er det udtryk for, at liberaliseringerne af realkreditmarkedet ikke er afstemt med den danske fastkurspolitik, og at adgangen til de nye låneformer derfor bør indskrænkes.

Renteforhøjelser var ikke nok

Under krisen blev der gennemført en lang række tiltag, som direkte eller indirekte understøttede fastkurspolitikken. Disse tiltag omfattede bl.a. Nationalbankens swapaftaler med Den Amerikanske Centralbank (Fed) og ECB, udvidelsen af statens inden- og udenlandske låneprogram, og udstedelsen af et 30-årigt statspapir til den danske pensionssektor.⁴ Samtidig blev der givet en fuldt dækkende statsgaranti til den finansielle sektor, som også understøttede fastkurspolitikken. Hvis nye og risikable statsgarantier skal undgås, kan der således blive behov for større renteforhøjelser for at understøtte fastkurspolitikken, næste gang der opstår stærkt pres på kronen.

3.3 Valutareserven er forøget for at understøtte tilliden til fastkurspolitikken

Nationalbanken intervenserer i valutamarkedet ved at købe eller sælge kroner mod valuta med henblik på at sikre et fast kursforhold mellem kroner og euro. Fastkurspolitikken kræver derfor en valutareserve af en vis størrelse. Samtidig kan størrelsen af Nationalbankens nettovalutasalg ses som et udtryk for presset på kronen.

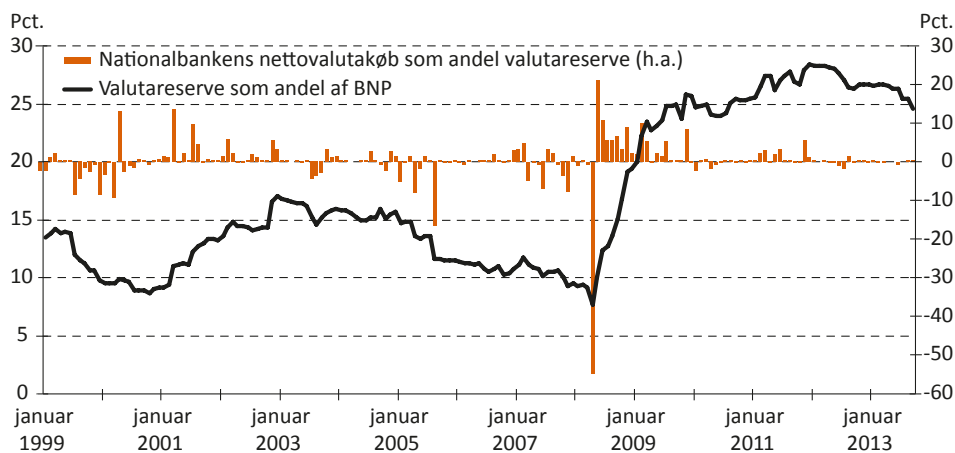
Valutareserven er forøget

For at styrke tilliden til fastkurspolitikken er valutareserven forøget kraftigt siden efteråret 2008. Siden etableringen af fastkurspolitikken over for euroen i 1999 og frem til finanskrisen for alvor indtraf i Danmark i oktober 2008, var valutareserven således i gennemsnit ca. ti pct. af BNP. Fra oktober måned 2008 og frem til nu har valutareserven i gennemsnit været ca. 25 pct. af BNP, jf. figur 3.2.

4. En valutaswap er en aftale mellem to parter om at bytte betalinger i én valuta til betalinger i en anden valuta over en nærmere fastsat periode.

Figur 3.2

Valutareserve og Nationalbankens nettokøb af valuta som andel af valutareserven



Kilde: Nationalbanken.

En høj valutareserve har omkostninger for staten, som selvsagt skal ses i sammenhæng med den troværdighed, som en høj valutareserve skaber om fastkurspolitikken. Et groft estimat for nettoomkostningerne med det nuværende niveau for valutareserven er ca. 4 mia. kr. årligt.⁵ Forøgelsen af valutareserven i forhold til før krisen står for ca. 2,5 mia. kr. om året. Eventuelle omkostninger ved valutareserven betales af staten, da omkostningerne reducerer Nationalbankens overskud, som overføres til staten. Fastholdes det nuværende niveau for valutareserven i al fremtid, vil nutidsværdien af de fremtidige ekstra omkostninger svare til ca. 125 mia. kr.⁶

Disse omkostninger er behæftet med usikkerhed. Sigtet med valutareserven er som nævnt at sikre kronkursen over for euroen. Valutareserven bidrager via to kanaler. Den ene er ved at give bedre mulighed for at foretage direkte interventioner i markedet. Det forudsætter, at valutareserven er meget likvid. Den anden er mere præventiv. Hvis valutareserven er meget stor, vil investorer med spekulative intentioner i højere grad afholde sig fra at tage positioner mod kronen, fordi en stor valutareserve signalerer stor villighed til og mulighed for at forsvare fastkurspolitikken. Hvis en stor valutareserven ikke behøver at være lige så likvid som en lille reserve, kan det reducere de statslige omkostninger ved at have en stor reserve.

Der er ikke foretaget en samlet "cost-benefit" analyse af fordele og omkostninger ved en høj valutareserve, og det er svært at bedømme, om den nuværende reserve vil være tilstrækkelig i en krisesituation. Der er især to grundlæggende forhold, som har skabt behov for en større valutareserve. Det ene er, at de samfundsøkonomiske omkostninger ved at bruge den pengepolitiske rente til at forsvare kronen, som nævnt, er blevet væsentligt forøget de sidste 15 år. Det skyldes som nævnt udbredelsen af de nye låneformer med variabel rente og afdragsfrihed samt det forhold, at husholdningernes variabelt forrentede gæld er vokset kraftigt, og at førsteårsydelse har vist sig at have stor betydning for prisdannelsen på boligmarkedet.⁷

For det andet er danske kreditinstitutters nettogæld til udenlandske finansielle virksomheder mv., også kaldet Monetære Finansielle Institutioner (MFI'er), steget kraftigt frem

5. Jf. Larsen (2014a) i baggrundsrapporten.

6. Beregnet som 2,5 mia. kr. per år neddiskonteret med den vækstkorrigerede realrente på pct., jf. Larsen (2014a) i baggrundsrapporten.

7. I dag er 72 pct. af alle realkreditlån rentetilpasningslån, og lidt over halvdelen af alle realkreditlån er afdragsfrie, jf. figur 4.4a. Udbredelsen af begge lånetyper er dermed større end lige før krisen, og markant større end i 2003, hvor muligheden for afdragsfrihed blev indført.

**Høj valutareserve
har omkostninger**

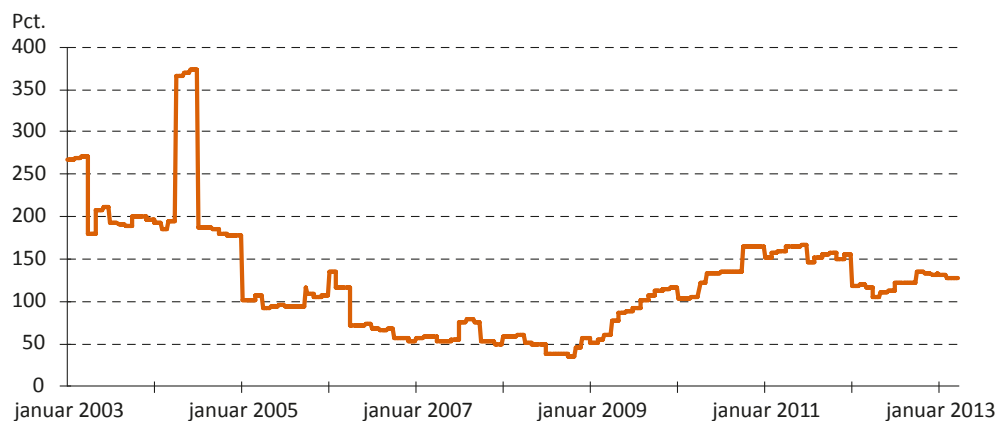
**Hvor stor skal
reserven være?**

mod 2008 og er fortsat høj. Denne nettogæld omfatter bl.a. kortfristede lån, hvoraf en del er med til at finansiere pengeinstitutternes beholdning af korte danske realkreditobligationer. Denne eksponering kan indebære en likviditetsrisiko og kan i en krisesituation udløse pres på valutareserven og fastkurspolitikken. I det omfang valutareserven er opbygget for at sikre mod likviditetsrisici i den finansielle sektor, kan det opfattes som et yderligere implicit støtteelement til sektoren. Hvis støtteelementet beregnes som omkostningerne ved den stigning i valutareserven, der er sket ift. perioden før finanskrisen, kan den opgøres til ca. 2,5 mia. kr. årligt.⁸

Nettogælden til udenlandske MFI'er

Den stigende nettogæld til udenlandske MFI'er, som kreditinstitutterne opbyggede i årene frem mod krisen, blev ikke dengang ledsaget af en stigende valutareserve. I 2003 og 2004 var valutareserven omtrent dobbelt så stor som pengeinstitutternes nettogæld til udenlandske finansielle institutioner, men ved udgangen af tredje kvartal 2008 var andelen faldet til under 50 pct., jf. figur 3.3. Valutareserven blev nedbragt i de år, hvor boligpriserne steg kraftigst, og pengeinstitutternes nettogæld til udenlandske institutter blev forøget. Det indikerer, at størrelsen af valutareserven ikke var indrettet efter de underliggende valutarisici, som løbende var opbygget i det finansielle system i årene forud for krisen.

Figur 3.3
Valutareservens andel af pengeinstitutternes nettogæld til udenlandske MFI'er



Anm.: BNP opgjort som en rullende sum af de sidste 4 kvartaler. Nationalbankens nettovalutasalg som andel af valutareserven er ikke direkte afspejlet i udviklingen i valutareserven, da der skal tages højde for statens udenlandske låntagning, som også påvirker valutareserven.
Kilde: Nationalbankens statistikbank.

Stort fald i valutareserven i 2008

En af konsekvenserne af den lave valutareserve var, at Nationalbanken i efteråret 2008 fik vanskeligheder med at imødekomme efterspørgslen efter udenlandsk valuta. Nationalbankens nettovalutasalg udgjorde 55 pct. af valutareserven i oktober måned, hvilket var den største andel siden 1999, jf. figur 3.2.⁹ Det betød, at valutareserven i løbet af oktober blev reduceret til det laveste niveau siden 1999. Der var indikationer på, at den lave og vigende valutareserve åbnede for spekulative positioner mod fastkurspolitikken, og faldet i reserven bidrog til, at Nationalbanken måtte sætte den pengepolitiske rente op i efteråret og dermed øge rentespændet til euroområdet.

8. Jf. Larsen (2014a) i baggrundsrapporten.

9. Før 2008 var det største nettovalutakøb (siden 1999) på ca. 15 pct. af valutareserven i februar måned 2006. Det reducerede valutareserven med ca. 31 mia. kr. til ca. 180 mia. kr., og der var i dette tilfælde ikke behov for at øge den pengepolitiske rente.

3.4 Bankpakke 1 dæmpede behovet for pengepolitiske renteforhøjelser, men skabte andre risici

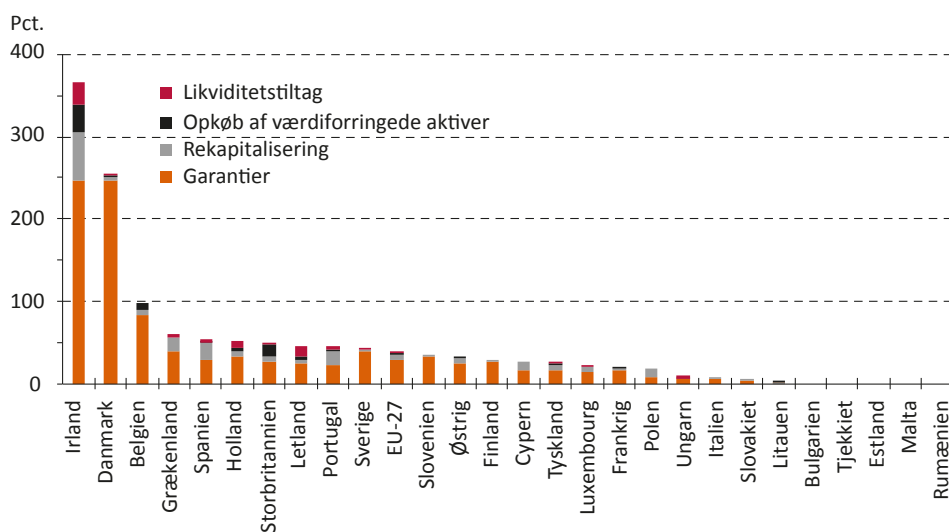
Bankpakke 1 blev vedtaget i oktober 2008. Loven foreskrev en ubetinget statsgaranti for såkaldte "simple kreditorers" krav mod pengeinstitutter, som var medlem af Det Private Beredskab (langt de fleste kreditinstitutter var eller blev medlem af beredskabet).

Bankpakke 1 gav dermed en samlet garanti på ca. 3.000 mia. kr. eller ca. 200 pct. af BNP.¹⁰ Ud over Irland er Danmark det land i EU, som har givet langt de største eksplicite statsgarantier mv. til den finansielle sektor i årene 2008 til 2012 samlet set, jf. figur 3.4.

Meget store danske garantier

Figur 3.4

Eksplicite garantier og statsstøtte til pengeinstitutter i Europa under krisen, andel af BNP



Anm.: Figuren angiver den samlede godkendte støtte mellem 2008 og 2012 i form af garantier, rekapitalisering, opkøb af værdiforringede aktiver og likviditetstiltag i pct. af BNP i 2011.

Kilde: Europa-Kommissionen (2012): Facts and figures on State aid in the EU Member States. Commission staff working paper, SEC (2012) 443 final.

Der skal sondres mellem den eksplicite støtte, som er udtryk for besluttede og offentliggjorte tilsagn og indskud mv., og den implicite støtte som er et udtryk for forventninger i markedet om, at staten vil træde til og hjælpe kreditorer og aktionærer i tilfælde af krise. Den implicite støtte anses således for at være relativt høj i Sverige, mens den støtte, der rent faktisk blev givet i form af garantier, kapitalindskud mv. under krisen var væsentligt lavere i Sverige end i Danmark. I den forstand afspejler den eksplicite støtte således både staters tilbøjelighed til at udstede garantier mv., men eksempelvis også at udfordringerne i landene og dermed behovet for eksplicite garantier har været forskellige.

Det Private Beredskab, som omfattede næsten alle institutter, var forpligtet til at betale maksimalt 35 mia. kr. for garantiordningen under Bankpakke 1 i tre trancer, hvoraf den første tranche på ti mia. kr. blev betalt øjeblikkeligt, mens den næste tranche på 15 mia. kr. blev betalt ligeligt over de næste to år. Den sidste tranche på ti mia. kr. var Det Private Beredskab ikke forpligtet til at betale, med mindre omkostningerne forbundet med garantien oversteg 25 mia. kr. svarende til de to første trancer.¹¹ Selv om sektoren dermed

10. Jf. Folketingets Erhvervsudvalg (2008): Betænkning over Forslag til lov om finansiel stabilitet.

11. Den isolerede betaling for Bankpakke 1 er blevet opgjort til 12 mia. kr. Derved skulle Det Private Beredskab afregne de første ti mia. kr., mens de allerede indbetalte garantiprovisioner dækkede den resterende del. Tabskautionen over 25 mia. kr. blev annulleret.

betalte for garantien, var der således tale om, at staten løb en meget stor risiko. Lovforslaget blev vedtaget med et bredt flertal i Folketinget med undtagelse af Enhedslisten.

Vigtigt at sondre mellem krone- og valutalikviditet

I bemærkningerne til lovforslaget sondres ikke mellem krone- eller valutalikviditet som baggrund for lovforslaget. Der refereres til den finansielle stabilitet og den generelle likviditetssituation. Det er dog vigtigt at sondre mellem krone- og valutalikviditet, fordi et land med en selvstændig valuta i princippet kan afværge midlertidige likviditetsproblemer i egen valuta ved at udvide belåningsgrundlaget og monetært finansiere pengeinstitutter med kronelikviditetsproblemer. Samme mulighed eksisterer ikke i udenlandsk valuta. Derfor stilles der krav til størrelsen og omsætteligheden, dvs. likviditeten, af valutareserven, eller at Nationalbanken på anden vis kan tilvejebringe den efterspurgte valuta. Teknisk set kunne Nationalbanken formentlig have sikret kronelikviditeten for gruppe 1 institutter uden en generel statsgaranti, fordi institutterne øjensynligt havde tilstrækkelige belånbare aktiver.¹²

Statsgarantier var en nærliggende, men risikabel løsning

Kombinationen af en stor valutaefterspørgsel, et fastfrosset dollarmarked, en lav valuta-reserve og generelt stor usikkerhed om den finansielle sektors sundhedstilstand betød imidlertid, at der i efteråret 2008 var behov for en løsning, der kunne skabe ro og stabilitet. Erfaringerne fra Sverige og Norge tilbage i 90'erne pegede på, at statsgarantier kunne være et virksomt instrument, selv om det påfører skatteyderne en stor risiko og kan medføre skadelige adfærdsvirkninger i sektoren. De statslige hjælpeforanstaltninger kan således svække tilskyndelsen til at opbygge egenkapital og til sikker bankdrift, fordi sektoren og dens investorer er blevet bekræftet i, at den ikke selv bærer alle omkostningerne ved et finansielt sammenbrud. For staten vil sådanne garantier samtidig øge risikoen for, at det ikke længere er muligt at refinansiere statsgælden i markedet. Derfor stiller garantier af denne type krav om en stærk og troværdig offentlig økonomi.¹³

Men andre risici blev opbygget

Bankpakke 1, som i tilbageblik formentlig var nødvendig, skabte imidlertid andre risici, som i sig selv kunne have udfordret fastkurspolitikken. Garantien omfattede forpligtelser, herunder Commercial Paper (CP) programmer, som skal betales rettidigt, og hvor manglende overholdelse af betalingsfristen på en fordring i nogle tilfælde automatisk blev betragtet som misligholdelse af andre fordringer.¹⁴ Da det tager nogle dage at gennemføre en valutatransaktion, kunne der derfor opstå en situation, hvor staten af tekniske grunde ikke kunne nå at skaffe valutaen inden for tidsrammen for rettidig betaling. En relativt begrænset manglende betaling kunne derfor potentielt udløse et automatisk krav om, at staten skulle indfri store dele af den gæld, der var omfattet af bestemmelserne.¹⁵ Det ville have udløst statsfinansielle problemer og et pres på fastkurspolitikken.

3.5 Pengeinstitutternes indlånsunderskud – er der fortsat en udfordring?

Indlånsunderskud er bragt ned, men sårbarheden?

Der har i diskussionen om den danske krise været fokus på, at danske pengeinstitutter opbyggede et stort indlånsunderskud over for husholdninger og ikke-finansielle virk-

12. Der henvises til Finanstilsynets grupperinger, hvor gruppe 1 er de største og udgøres af SIFI pengeinstitutter. Af regnskaberne fremgår det, at de fem største SIFI'er, som er medtaget i beregningen, havde belånbare obligationer for samlet ca. 1.250 mia. kr. Heraf var ca. 500 mia. kr. anvendt til sikkerhedsstillelse ultimo 2008. Der var altså yderligere ca. 750 mia. kr., som kunne anvendes som sikkerhedsstillelse. Til sammenligning var de fem SIFI'ers betalingsforpligtigelser over for kreditinstitutter og centralbanker ca. 1.000 mia. kr. Dermed havde de fem SIFI'er tilstrækkelig sikkerhedsstillelse til at dække deres betalingsforpligtigelser, selv med en reduktion i belåningsgraden på op til 25 pct. i Nationalbanken. Gruppe 2 institutter havde derimod ikke umiddelbart tilstrækkelige belånbare obligationer.

13. Da garantien var en succes i det konkrete tilfælde, kan man også have den bekymring, at myndighederne efterfølgende kan se mere positivt på sådanne indgreb, mens ønsket om at adressere de grundlæggende årsager til, at garantien blev nødvendig, træder mere i baggrunden.

14. Et CP er et kort usikret gældsinstrument, som typisk har en meget kort "timely payment" periode på blot én dag, og som op til krisen typisk var kombineret med "cross-default" bestemmelser.

15. Det vedrører institutternes "timely payment" forpligtigelser, herunder de forpligtelser, som er forbundet med deres CP programmer, og som ofte er omfattet af såkaldte "cross-default" bestemmelser.

somheder i årene frem til, at krisen tog fart i efteråret 2008. I årene efter er dette indlånsunderskud bragt ned igen, jf. figur 3.5. Det ses ofte som udtryk for, at den sårbarhed, som blev opbygget under krisen, nu er reduceret mærkbart. Her er det imidlertid vigtigt at huske, at sårbarheden ikke knyttede sig direkte til selve indlånsunderskuddet, men til den del af finansieringen af indlånsunderskuddet, som havde kort løbetid og var hentet på de internationale finansmarkeder.

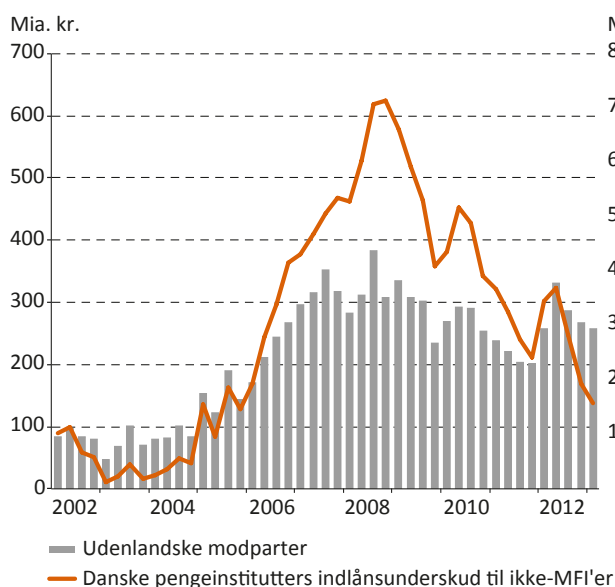
For at komme et spadestik dybere har vi derfor set nærmere på danske pengeinstitutters nettogæld til udenlandske MFI'er og gældens løbetidsprofil. Denne nettogæld skønnes at give et bedre indtryk af pengeinstitutternes afhængighed af udenlandsk markedsfinansiering. Et særligt interessant spørgsmål er, om nettogælden til udenlandske MFI'er er bragt ned efter krisen, og om løbetiden fortsat er meget kort? Det kan give indtryk af, hvorvidt faldet i indlånsunderskuddet er udtryk for, at danske pengeinstitutter har nedbragt deres eksponering over for de risici, som udfoldede sig under finanskrisen.

Der er ikke nogen tendens til, at nettogælden til udenlandske MFI'er er faldet efter krisen, jf. figur 3.6. Den nettogæld, som danske pengeinstitutter har til udenlandske finansielle virksomheder, er i dag nogenlunde lige så stor som i 2008 – og ca. fire gange større end i 2003/2004. Når pengeinstitutternes nettogæld til inden- og udenlandske MFI'er under et er nedbragt siden 2008, er forklaringen altså, at nettogælden til indenlandske MFI'er fx Nationalbanken er "betalt", mens nettogælden til udenlandske MFI'er er lige så stor som i 2008 – og langt større end i 2003.¹⁶

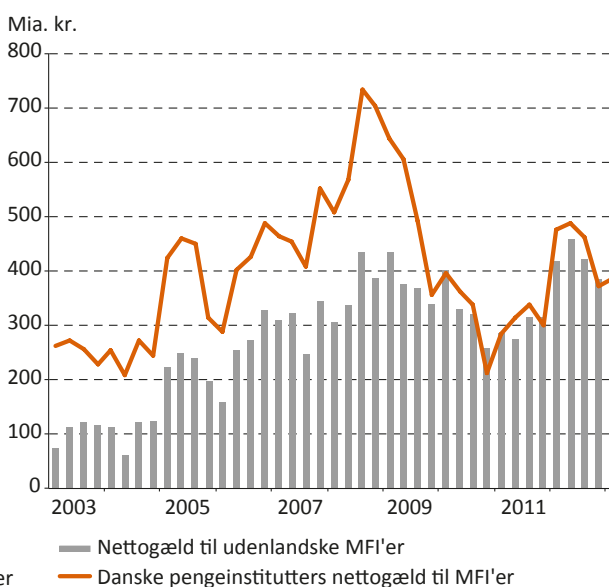
Nettogæld til udenlandske MFI'er bedre mål for eksponering

Nettogæld ikke faldet siden krisen

Figur 3.5
Indlånsunderskud over for husholdninger og ikke-finansielle modparter



Figur 3.6
Pengeinstitutters nettogæld til finansielle institutioner (MFI'er)



Kilde: Nationalbanken

De danske pengeinstitutters nettogæld til udenlandske MFI'er er koncentreret på institutter i Finanstilsynets gruppe 1, dvs. de største institutter, der primært består af SIFI'er. Den likviditetsrisiko i valuta, som blev opbygget frem mod 2008, kan dermed primært henføres til pengeinstitutter i Finanstilsynets gruppe 1 (og til de indenlandske institutter i andre grupper, der låner valuta fra gruppe 1-institutterne). Som nævnt har institutter-

Nettogæld koncentreret på de største institutter

16. De pengepolitiske udlån fra Nationalbanken til penge- og realkreditinstitutter er reduceret fra ca. 280 mia. kr. i november 2008 til omkring 100 mia. kr. i sidste del af 2013, jf. Nationalbanken.

ne stort set den samme nettogæld til udenlandske MFI'er som lige før krisen. Det indikerer, at denne likviditetsrisiko i udenlandsk valuta fortsat kan være til stede.

Ikke nødvendigvis høj likviditetsrisiko

Høj nettogæld til de udenlandske MFI'er er dog ikke nødvendigvis ensbetydende med stor likviditetsrisiko i udenlandsk valuta, hvis løbetiden på de bagvedliggende passiver er tilpas lang.¹⁷ Vi har ikke oplysninger om løbetiden på nettogælden til de udenlandske MFI'er. Ser man på løbetiden på de danske SIFI'ers gæld og tilgodehavender overfor danske og udenlandske MFI'er under et, er billedet imidlertid, at løbetiden er forholdsvis kort og typisk under ét år.¹⁸ I 2012 er der sket et vist skift i retning af lån med løbetid over et år, men hovedparten af passiverne har fortsat kortere løbetid.

Den høje nettogæld til udenlandske MFI'er i kriseårene eksponerede institutterne over for likviditetsrisici, bl.a. fordi den korte gæld skulle refinansieres løbende. Samtidig medfører de nævnte "timely-payment" forpligtigelser, at der kan være store konsekvenser, hvis pengeinstituttet ikke kan betale på grund af midlertidige likviditetsproblemer. Den fortsat høje nettogæld til udenlandske MFI'er tyder på, at valuta- og likviditetsrisikoen i sektoren og blandt SIFI'erne ikke er meget mindre end i årene før krisen. De såkaldte CP programmer er dog reduceret. CP programmerne giver en særlig udfordring pga. af deres meget korte "timely-payment" perioder. Det gav som nævnt staten potentielle vanskeligheder efter Bankpakke 1, fordi staten dermed garanterede for disse betalinger.

Sårbarhed kan opbygges igen, og er der måske fortsat

Det samlede billede er på den baggrund, at der ikke er noget til hinder for, at danske pengeinstitutter igen opbygger stor sårbarhed overfor nye episoder, hvor de internationale kapitalmarkeder fryser til. Der er samtidig indikationer på, at institutterne er nogenlunde lige så eksponerede i dag, som de var før krisen. Men det er svært at foretage en præcis vurdering af sårbarheden, fordi de tilgængelige oplysninger ikke er tilstrækkeligt detaljerede.

3.6 Pengeinstitutterne har øget beholdningerne af realkreditobligationer – risiko for negativt samspil

Pengeinstitutter holder flere korte realkreditobligationer

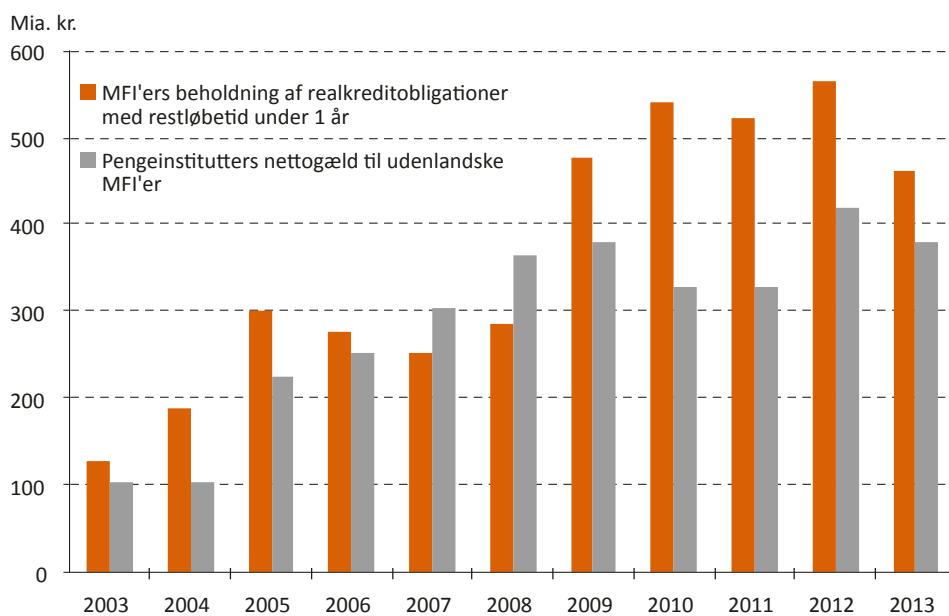
Siden 2003, hvor de afdragsfrie realkreditlån blev indført og i takt med den kraftige stigning i udbredelsen af rentetilpasningslån, har pengeinstitutterne øget sin beholdning af korte, bagvedliggende realkreditobligationer. Stigningen i institutternes beholdning af realkreditobligationer er en del af forklaringen på, at institutternes balancer er vokset kraftigt siden begyndelsen af 00'erne. Beholdningen er vokset nogenlunde i takt med, at pengeinstitutterne har øget sin nettogæld til udenlandske MFI'er, jf. figur 3.7.

17. Høj nettogæld til MFI'er er heller ikke et problem for danske pengeinstitutter, hvis institutterne har andre aktiver på balancen med samme løbetid og i samme valuta, eller hvis valutarisikoen samtidig er afdækket. Fx har danske pengeinstitutter et stort udlån i valuta til livsforsikrings- og pensionssektoren, som ikke er en del af MFI-sektoren og ikke indgår i tallene ovenfor. Dette udlån har typisk en kort løbetid og kan derfor delvis afdække danske pengeinstitutters betalingsforpligtigelser overfor udenlandske pengeinstitutter.

18. Jf. Larsen (2014a) i baggrundsrapporten.

Figur 3.7

Udviklingen i danske pengeinstitutters nettogæld til udenlandske MFI'er og danske MFI'ers beholdning af korte realkreditobligationer



Kilde: Nationalbanken.

Det kan afspejle, at de korte realkreditobligationer i stort omfang finansieres kort ved at optage lån bl.a. hos kreditinstitutter i andre lande. Hvis bankernes adgang til denne form for finansiering svækkes i en krisesituation, kan det således få negative virkninger på realkreditinstitutternes mulighed for at refinansiere rentetilpasningslåne og for den rente, som boligejerne i Danmark står overfor. Den udenlandske låntagning medfører som nævnt også en valutarisiko for pengeinstitutterne, som dog kan være afdækket på anden vis.

De korte realkreditobligationer kan i høj grad indgå i kreditinstitutternes likviditetsberedskab, dvs. i opfyldelsen af det nye likviditetskrav (LCR kravet), som skal implementeres på EU-plan.¹⁹ Det skal ses i sammenhæng med, at obligationerne ud fra objektive kriterier er likvide og lette at omsætte. LCR kravet kan dermed potentielt trække i retning af at fastholde en struktur med høj nettogæld til udenlandske MFI'er. I en krisesituation, hvor den bagvedliggende udenlandske finansiering tørrer ud, kan der således både opstå et pres på kronen og et stort frasalgs af korte realkreditobligationer, som kan øge renteniveauet i et vist omfang og forøge et eventuelt pres for, at staten skal gribe ind for at holde hånden under markedet og understøtte fastkurspolitikken.

I de sydeuropæiske lande har der været tale om et negativt finansielt loop mellem banker og stater, som blev forstærket af, at bankerne lå inde med store beholdninger af statsobligationer.²⁰ I Danmark har pengeinstitutterne ikke statsobligationer, men korte realkreditobligationer på balancen. I Danmark kan der derfor være en risiko for et negativt loop mellem banker og realkreditinstitutter (via refinansieringsrisiko) samt effekter via boligmarkedet og husholdningernes rentefølsomme gæld.

Siden 2008 er tidspunkterne for realkreditinstitutternes refinansieringsauktioner blevet mere jævnt fordelt henover året. Fra at stort set alle rentetilpasningslån blev refinansieret over en ti-dages periode, er der i dag ca. fem til seksrefinansieringstidspunkter he-

Også mulighed
for negativt loop i
Danmark

Refinansierings-
risiko

19. Jf. Karlsson m.fl. (2014) i baggrundsrapporten.

20. Jensen og Larsen (2014) i baggrundsrapporten.

nover året. Det har reduceret risikoen for, at en helt kortvarig forhøjelse af den pengepolitiske rente har stor effekt på realøkonomien. Under krisen tog det dog ca. et år, før rentespændet var helt væk. Det var også tilfældet ved flere lejligheder i 90'erne.

Lov om løbetidsforlængelse

Lovindgrebet fra marts 2014 om betinget løbetidsforlængelse har betydet, at følsomheden over for ekstreme hændelser med meget rentestigninger på rentetilpasningslån er mindsket.²¹ Lovindgrebet skal således ses i lyset af erfaringerne fra efteråret 2008 og de yderligere forhøjelser af den pengepolitiske rente, der ville have været nødvendige, hvis ikke myndighederne havde gennemført Bankpakke 1 og de øvrige foranstaltninger.

Lovindgrebet betyder imidlertid samtidigt, at der i en krisesituation kan være tendens til større rentestigninger end ellers, og at de kan optræde tidligere end ellers: Hvis der opstår uro, og det derfor anses for mere sandsynligt, at de korte renter stiger med fem pct. point fra én auktion til den næste, fx fordi kronen kan komme under pres, så vil nogle investorer måske vælge at sælge ud for at undgå det tab, der kan komme, hvis "triggeren" kommer til at binde. Hertil kommer som nævnt, at pengeinstitutterne måske vil sælge ud af deres beholdninger, hvis de får særlige likviditetsproblemer fx problemer med at refinansiere deres korte udenlandske lån, hvilket også kan øge de korte boligrenter i en krisesituation.

Refinansiering og kronepres faldt sammen

I efteråret 2008 var tidspunktet for refinansieringsauktionerne sammenfaldende med pres på kronen. I perioden fra 1. december til 11. december 2008 afholdt de to største realkreditinstitutter, Realkredit Danmark og Nykredit, refinansieringsauktioner for samlet 250 mia. kr. På dette tidspunkt var rentespændet over for euroområdet på 1,75 pct. point, det højeste niveau siden 1999, men effekten af spændet blev dæmpet af, at ECB havde sat sin pengepolitiske rente markant ned måneden før, og at gennemslaget på boligrenterne ikke er en-til-en. Desuden var der et element af implicit og eksplicit støtte til markedet via den generelle garanti til simple kreditorer og i kraft af, at staten af andre grunde opkøbte korte realkreditobligationer.²²

Først da refinansieringsauktionerne var overstået, blev rentespændet til eurozonen gradvis reduceret, og i august 2009 var spændet helt indsnævret til samme niveau som før krisen. Dermed tog indsnævringen af rentespændet ca. ét år og var i øvrigt sammenfaldende med, at valutareserven efterhånden var bragt op på et niveau, der nogenlunde svarer til danske pengeinstitutters nettogæld til udenlandske MFI'er.

En midlertidig forhøjelse af den pengepolitiske rente i perioder med finansiell uro kan have væsentlige konsekvenser for dansk økonomi. Hvis den korte pengepolitiske rente midlertidigt var blevet forhøjet med fem pct. point i efteråret 2008 og i løbet af ét år gradvis reduceret til et faktisk renteniveau i 4. kvartal 2009, så anslås det, at boligpriserne på nationalt niveau kunne være faldet med yderligere 10-15 pct. i 1. kvartal 2010 i forhold til et forløb, hvor den korte rente havde fulgt den faktiske udvikling. Der er i denne beregning taget hensyn til, at den pengepolitiske rente ikke slår fuldt igennem på boligrenterne.

Husholdningernes rentefølsomhed vigtig

Relativt kortvarige udsving i rentespændet på typisk et års varighed kan også have stor betydning for husholdningernes økonomi som følge af, at husholdningerne har en stor bruttogæld med variabel rente, og en stor del af denne gæld er uden afdrag. Samtidigt kan virkningen forstærkes, hvis de pengepolitiske renteforhøjelser er sammenfaldende med store refinansieringsauktioner og perioder, hvor afdragsfrihed skal fornyes.

21. Jf. Larsen (2014a) i baggrundsrapporten.

22. Jf. Udvalget om finanskrisens årsager (2013): Den finansielle krise i Danmark - årsager, konsekvenser og læring.

Baggrundsrapporter og -notater anvendt i dette kapitel

Heebøll, C. (2014b): Monetær stress i euroområdet og Danmark.

Heebøll, C. (2014c): Regional Danish housing booms and the effects of financial deregulation and expansionary economic policy.

Karlsson, A.G., Larsen, R.B., og Christiansen, J.K. (2014): Likviditetskrav i den nye regulering: En beskrivelse af tre centrale reguleringstiltag.

Larsen, N. W. (2014a): Likviditet i et fastkursregime.

kraka



4. Udviklingen på boligmarkedet

Boks 4.1 Hovedkonklusioner

- Bolig- og ejendomspriserne steg dramatisk i midten af 00'erne, men begyndte at falde allerede forud for finanskrisens udbrud. Faldet i priserne blev forstærket af den internationale finanskrise og har i høj grad været med til at forstærke og forlænge det danske tilbageslag.
- Den kraftige stigning i boligpriserne skyldtes især introduktionen af nye låneformer og et relativt lavt renteniveau. Også ejendomsværdiskattestoppet, en lempelig finanspolitik og forventninger om fortsatte prisstigninger bidrog til den eksplosive prisudvikling.
- Der er store regionale forskelle i boligprisdannelsen. Storbyområderne, især Hovedstadsområdet, er mest følsomme over for ændringer i renter og nye låneformer, og der er større risiko for spekulative prisbobler i storbyerne. Boligpriserne steg og faldt mest her, og der er en tendens til, at de store prisudsving i storbyerne smitter af på andre dele af landet. Disse mønstre afspejler bl.a., at udbuddet af boliger ikke kan stige så meget i byerne, at der underliggende er tilflytning til byerne, og at der formentlig er flere kreditbegrænsede husholdninger i storbyerne. Regionale forskelle i kreditpolitikken spiller også en rolle.
- De nye låneformer med rentetilpasning og afdragsfrihed har medført lavere førsteårsydelse ved køb af bolig til en given pris. Det ser imidlertid ud til, at fordelene herved i vidt omfang er blevet kapitaliseret i boligpriserne. Det betyder, at likviditetsfordelene ved låneformerne mindskes. Når de nye låneformer øger priserne, betyder det, at nye boligkøbere må stifte mere gæld for at købe et bestemt hus. Det kræver så igen, at købet finansieres med nye låneformer. Ellers er det svært at få råd. Vinderne er især dem, der ejede boligerne ved indførelsen af de nye lånetyper – de har fået en kapitalgevinst.
- Husholdningernes finansielle bruttogæld er steget kraftigt siden 2003, bl.a. drevet af de nye låneformer og stigninger i boligpriserne. Gælden har ændret sammensætning – mere end 70 pct. af huslån er rentetilpasningslån, og godt 50 pct. er uden afdrag. Det medfører større renterisiko for husholdningerne. Samtidigt er boligmarkedet blevet væsentligt mere følsomt over for ændringer i de korte renter, især i storbyerne. Det giver risiko for større udsving i samfundsøkonomien i situationer, hvor renteniveauet ikke er afstemt efter danske konjunkturf forhold.
- Danske husholdningers bruttogæld har gennem mange år været meget høj sammenlignet med de fleste andre lande. Det afspejler bl.a., at Danmark er kommet langt med at opbygge arbejdsmarkedspensions-systemet. Det må forventes, at husholdningernes finansielle gæld stiger fremover i takt med, at pensions-systemet modnes, og at denne tendens bliver forstærket af adgangen til de nye låneformer. Desuden vil ejendomsværdiskattestoppet gradvist gøre det mere fordelagtigt at opbygge gæld med henblik på at købe mere bolig. Det vil forstærke tendensen til stigning i husholdningernes gæld. De samfundsøkonomiske risici, som knytter sig til de nye låneformer, kan derfor ventes at vokse fremover.
- Med ejendomsværdiskattestoppet blev en central automatisk stabilisator fjernet fra boligmarkedet. Ejendomsværdiskattestoppet forøger rentefølsomheden i økonomien, navnlig i storbyerne. Da boligpriserne i forskellige områder har udviklet sig meget forskelligt siden 2002, har skattestoppet medført, at der i dag er væsentlig forskel på den effektive beskatning på tværs af kommuner og inden for kommuner. Ejendomsværdiskattestoppet medfører desuden omfordeling til fordel for boligejere, der får store kapitalgevinster, og et væsentligt provenutab, som kunne have været omsat i langt mere effektive skattelettelser på andre områder.

Boks 4.2 anbefalinger

- Udbredelsen af de mest risikable realkreditlån – dvs. lån med hyppig rentetilpasning og afdragsfrihed - bør begrænses mærkbart. Begrænsningen bør afspejle en samlet vurdering af fordele og ulemper ved de nye låneformer. De nye låneformer har givet boligejerne en øget fleksibilitet. Analyserne i denne rapport peger imidlertid på, at fordelene ved låneformerne er mindre end hidtil antaget, mens ulemperne i form af øget ustabilitet i samfundsøkonomien er væsentligt større end oprindeligt forventet.
- I de nærmeste år er der udsigt til et fortsat lavt renteniveau, som ikke ser ud til at være afstemt med den danske konjunktursituation. Det giver os en gunstig lejlighed til at gennemføre begrænsninger i adgangen til de risikable lån. Rigtigt doseret og afstemt med finanspolitikken vil det kunne bidrage til en mere stabil udvikling i økonomien og på boligmarkedet.
- En begrænsning af adgangen til de mest risikable lånetyper kan ske på flere måder. Vi fremlægger i dette kapitel to mulige modeller, som begge tilstræber enkelhed. Elementer i de to modeller kan evt. kombineres, men med behørig hensyntagen til stabiliteten på boligmarkedet.
- I den ene model er der ikke længere adgang til realkreditlån og boliglån fra banker, som kombinerer rentetilpasning og afdragsfrihed. Dermed reserveres afdragsfrihed til lån med fast rente. Vores skøn er, at det vil øge den aktuelle, mindst mulige ydelse på et realkreditlån fra ca. en pct. af det lånte beløb efter skat til ca. 2,5 pct. Ydelsen stiger dermed fra et særdeles lavt niveau til et højere, men fortsat lavt niveau, som formentlig er noget bedre afstemt med danske konjunkturforhold. Indfasningen af de nye regler kan ske gradvist de næste år. Man kan supplere modellen med ændringer i tinglysningsafgiften, således at afgiften øges for de låneformer, som medfører de største samfundsøkonomiske risici, mens den sættes ned for fastforrentede lån med afdrag.
- Den anden model lægger op til, at fastforrentede lån med afdrag på sigt skal udgøre en tilpas stor andel af finansieringen af en bolig, fx 60 pct. Det betyder, at variabelt forrentede lån med eller uden afdrag og variabelt forrentede banklån tilsammen højst kan udgøre omkring 35 pct. af boligens værdi. Det er en mere omfattende ændring, som derfor skal indføres gradvist.
- Boligprisbobler er mere sandsynlige i storbyområder. Boligprisernes følsomhed overfor nye låneformer og lav rente er også større i de tætbefolkede områder. De store prisudsving i byerne har samtidigt negative effekter på andre dele af landet og på realøkonomien. Derfor kan der være argumenter for regionale forskelle i adgangen til de risikable låneformer.
- Ejendomsværdiskattestoppet er skadeligt for dansk økonomi, da det destabiliserer boligmarkedet. Ejendomsværdiskattestoppet medfører en gradvis reduktion af ejendomsværdibeskatningen, som øger husholdningernes tilskyndelse til at stifte risikabel gæld med henblik på at investere i bolig. Vi foreslår, at ejendomsværdiskattestoppet ophæves på en sådan måde, at ejendomsværdiskattesatsen sættes til omkring 0,6 pct., dvs. som den gennemsnitlige effektive skattesats i dag på landsplan.
- Boligejernes tryghed sikres ved, at de får sikkerhed for, at den betalte grundskyld og ejendomsskat ikke kan stige mere end satsreguleringen i ejerperioden. Det sker ved, at boligejerne kan vælge at få indefrosset den overskydende skat, hvis den skyldige ejendomsværdiskat og grundskyld samlet stiger mere end satsreguleringen. Den indefrosne skat fremføres med rente, men forfalder først til betaling, når boligen sælges.
- Forslaget skal ses i lyset af, at ejendomsbeskatning er en god skattekilde – den negative effekt på velstand og arbejdsudbud er mindre end effekten af andre skatter med samme overordnede fordelingsvirkninger.

4.1 Det samlede billede

Det danske bolig- og ejendomsmarked var i årene op mod finanskrisen præget af uholdbart kraftige prisstigninger, bl.a. som følge af nye låneformer og kraftig vækst i långivningen, ejendomsværdiskattestoppet og relativt lave renter. Samtidigt var finanspolitikken meget lempelig. Det bidrog til overophedning af økonomien.

Kraftige sving i boligpriserne

Boligpriserne begyndte at falde flere år, før den internationale finanskrisen slog igennem i efteråret 2008. Finanskrisen og forøgelsen af rentespændet over for euroområdet forstærkede faldet i bolig- og ejendomspriserne, hvilket sammen med en svækket tillid og et fald i den internationale efterspørgsel var med til at øge styrken i tilbageslaget i Danmark. Danske husholdninger har gennem mange år haft relativt høj finansiel bruttogæld, men gælden steg kraftigt under højkonjunkturen bl.a. drevet af de nye låneformer. Mange husholdninger blev teknisk insolvente, da boligpriserne efterfølgende faldt igen. Den høje bruttogæld bidrog til svækkelsen af privatforbruget under krisen.

Der var stor forskel på boligprisudviklingen i forskellige dele af landet i 00'erne. De reelle boligpriser steg med næsten 140 pct. fra 2000 til 2007 i Københavns centrum, mens de i flere områder i Jylland steg med mindre end 25 pct. Boligprisudviklingen startede i storbyområderne, hvor sandsynligheden for boligprisbobler og effekterne af lav rente og nye låneformer således så ud til at være langt mere udtalt end i andre dele af landet.

Store geografiske forskelle

Den danske realkredit er liberaliseret væsentligt de seneste 2 til 3 årtier. Mulighederne for at belåne friværdis således gode i Danmark. Rentetilpasningslånene blev indført i 1999, mens de afdragsfrie realkreditlån blev indført i 2003. Det betød, at førsteårsydelsen på et lån faldt markant. Med rentetilpasningslånene er der ikke sikkerhed for renten i hele lånets løbetid, men til gengæld kan låntageren se frem til en lavere gennemsnitlig ydelse. Med de afdragsfrie lån har husholdningerne desuden mulighed for afdragsfrihed i op til ti år. Det kan fx være en fordel for en ung familie, der ellers har en stram økonomi.

Liberaliseret realkredit afgørende

Liberalisering af realkrediten, herunder indførelsen af nye låneformer, har ændret den måde, boligmarkedet og samfundsøkonomien fungerer på. Samtidigt har ejendomsværdiskattestoppet bidraget til de kraftige prisstigninger primært i storbyområderne og til at gøre bolig- og ejendomsmarkedet mere stabilt.

De nye låneformer har skabt forskellige nye samfundsøkonomiske risici. Realkreditens refinansieringsrisiko er øget.¹ Muligheden for smitteeffekter fra banker til realkreditinstitutter og boligmarked via refinansieringsrisiko er også forøget, fordi bankerne har opbygget en stor beholdning af korte realkreditobligationer bl.a. finansieret via korte lån på de internationale kapitalmarkeder.

Opbygning af risici

Boligmarkedet og husholdningernes økonomi er blevet meget mere følsomme over for ændringer i de korte renter, hvilket betyder større negative effekter af et renteniveau, der ikke er afstemt efter danske forhold. Samtidigt øges de samfundsøkonomiske omkostninger ved at forsvare kronen med pengepolitiske renteforhøjelser, jf. kapitel 3.

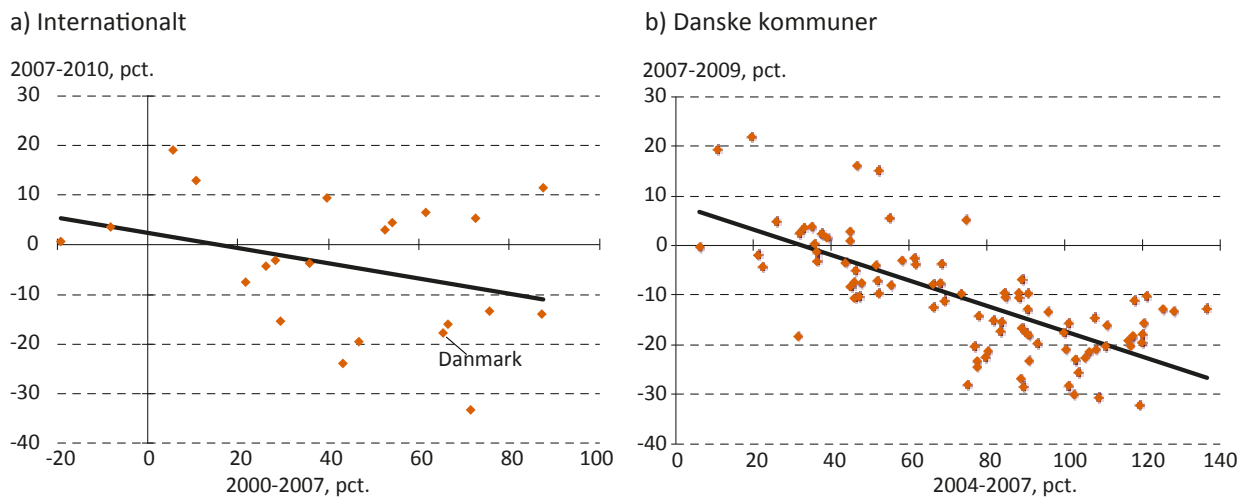
Der var således en række forhold, der førte til, at boligmarkedet i 00'erne var præget af markante udsving. Mange af disse forhold består fortsat.

1. Når den bagvedliggende finansiering udløber, skal institutterne finde ny finansiering, dvs. refinansiere. Refinansieringsrisikoen refererer til risikoen for, at omkostningerne ved ny finansiering kan stige.

Danske udsving særligt store

De lande, der havde de største boligprisstigninger i perioden 2004 til 2007, oplevede typisk også de største fald i perioden 2007 til 2010, jf. figur 4.1a. Danmark hører til i gruppen af lande, der har haft særligt store prisudsving, på linje med lande som Spanien, Irland og Grækenland. Det er et problem, da store udsving i bolig- og ejendomspriserne i høj grad påvirker realøkonomien og kan udløse finansiell uro. Beregninger med ADAM-modellen peger på, at op mod halvdelen af faldet i beskæftigelsen fra 2007 til 2011 isoleret set kan tilskrives fald i boligpriserne.

Figur 4.1
Boligprisudviklingen før og under krisen



Anm.: Data i begge figurer er opgjort pr. 4. kvartal.
Figur a) viser den procentuelle udvikling i den gennemsnitlige boligpris i perioden 2000 til 2007 over for den procentuelle boligprisudviklingen i perioden 2007 til 2010 for en række udvalgte OECD lande.
Figur b) viser det samme for danske kommuner, dog med lidt forskudte tidsperioder.
Kilde: Figur a) Data fra Bank of International Settlements og egne beregninger. Figur b) Data fra Realkreditrådet og egne beregninger.

Også regionale forskelle

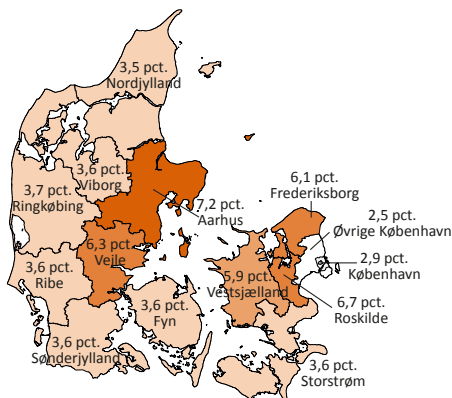
Også på tværs af danske kommuner var der tendens til, at en kraftig stigning i boligpriserne blev efterfulgt af et relativt kraftigt fald, jf. figur 4.1b. De store udsving var især udtalte i storbyområderne. Priserne er dog samlet set steget til et nyt og højere niveau i de tætbefolkede områder.

Størst udbudseffekt uden for centrene

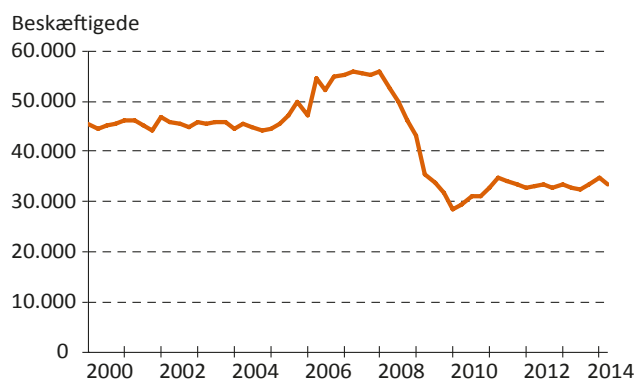
Til trods for at de største prisstigninger fandt sted i storbyområder, særligt København, steg boligudbuddet relativt mere andre steder i landet, særligt i omegnskommunerne, jf. figur 4.2a. Det hang sammen med, at mulighederne for nybyggeri var dårligere i byområder bl.a. som følge af regulering og et begrænset udbud af byggegrunde. I årene efter finanskrisen har der derimod i mange omegnskommuner været et overudbud af boliger, som har presset priserne ned.

Figur 4.2
Boligbyggeriet

a) Udvikling i boligmassen 2000 til 2007



b) Beskæftigede i nybyggeri, sæsonkorrigeret



Kilde: Data fra Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

På landsplan fulgte beskæftigelsen i byggeriet udviklingen i boligpriserne relativt tæt med en voldsom stigning fra 2003 til 2007 efterfulgt af et kraftigt fald, jf. figur 4.2b. Boligprisudsvingene i 00'erne havde således også en realøkonomisk effekt igennem byggeaktiviteten. Faldet i beskæftigelsen i bygge- og anlægssektoren fra 2007 til 2009 udgjorde 28 pct. af det samlede fald i beskæftigelsen i perioden.

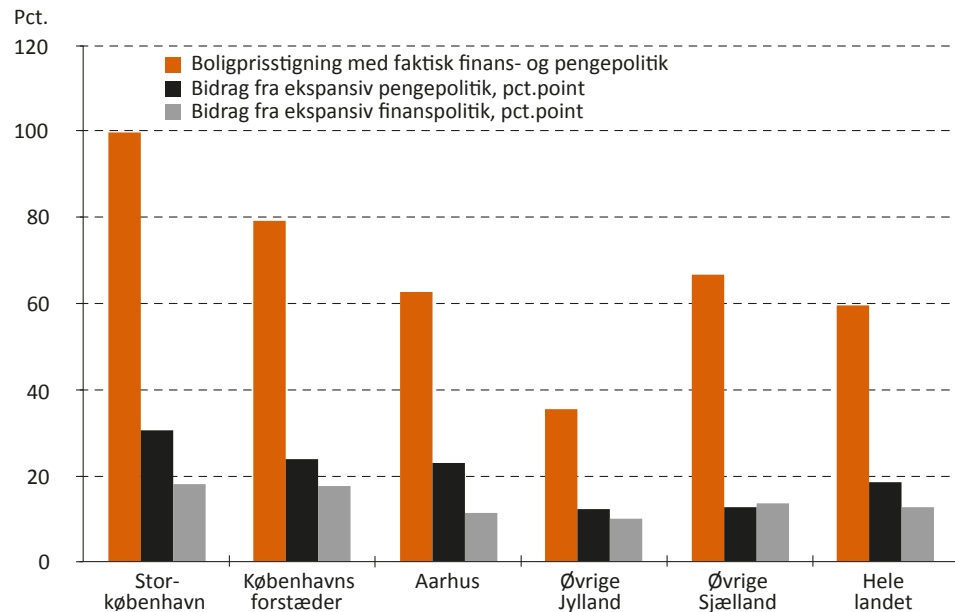
4.2 Den økonomiske politik destabiliserede boligmarkederne

Renteniveauet var forholdsvist lav efter danske forhold i årene op til krisen. De regionale effekter af de uforholdsmæssigt lave renter fremgår af figur 4.3. Effekterne er beregnet med anvendelse af Krakas regionale boligmarkedsmodel og skal ses som grove skøn.²

Renten har betydning for boligpriserne

2. Jf. Heelbøll (2014c) i baggrundsrapporten.

Figur 4.3
Finans- og pengepolitikens betydning for boligprisstigningerne fra 2000 til 2007



Anm.: Prisstigningerne, både med den faktiske finans- og pengepolitik og de øvrige, er for sammenlignelighedens skyld modelberegne. Dvs. der er en mindre forskel mellem "boligprisstigningerne med faktisk finans- og pengepolitik" og de faktisk observerede boligprisstigninger.
Pga. samspil kan den samlede effekt af den ekspansive finans- og pengepolitik ikke beregnes som summen af de to effekter.

Kilde: Heebøll (2014c) i baggrundsrapporten.

Figuren viser en modelberegning af boligprisstigningerne med den faktisk førte penge- og finanspolitik, og hvis disse politikker havde været tilpasset konjunktursituationen i Danmark.³ Figuren viser eksempelvis, at ca. 30 pct. af den beregnede boligprisstigning i Storkøbenhavn skyldtes, at renteniveauet var lavt efter danske forhold, givet den førte finanspolitik mv.

Størst effekt i centrene

Effekten af det lave renteniveau var størst i de geografiske centre, der omfatter hovedstadsområdet og Aarhus. Virkningen af det lave renteniveau blev forstærket af de nye låneformer, der har forøget økonomiens rentefølsomhed. De nye låneformer har haft størst effekt på boligpriserne i storbyerne.

Også betydeligt bidrag fra finanspolitikken

Finanspolitikken var i midt 00'erne for ekspansiv i forhold til konjunktursituationen i Danmark, jf. kapitel 2. I Danmark er arbejdsdelingen, at finanspolitikken skal bidrage til at sikre en stabil konjunktursituation, mens pengepolitikken er indrettet efter at sikre en fast kurs over for euro. Der er foretaget en beregning, der viser effekten på boligpriserne, hvis finanspolitikken havde været bedre afstemt med de danske konjunkturforskel, givet den førte pengepolitik, jf. figur 4.3. Analysen tyder på, at finanspolitikken havde mere begrænsede effekter på boligpriserne og – i modsætning til pengepolitikken – ikke slog hårdt igennem i storbyerne. Pengepolitikken påvirkede boligpriserne direkte bl.a. via førsteårsydelsen på boliglån, der er af stor betydning for boligefterspørgslen. Finanspolitikken påvirkede boligpriserne mere indirekte via husholdningernes indkomst, der indvirkede på husholdningernes boligefterspørgsel.⁴

3. Dvs. pengepolitik efter en Taylorregel, og finanspolitik efter Det Økonomiske Råds finanspolitiske tommelfingerregel, jf. Kraka (2012) i baggrundsrapporten.

4. Jf. Heebøll (2014c) i baggrundsrapporten.

Selv hvis finanspolitikken havde været afstemt efter konjunktursituationen i Danmark, ville det altså næppe have kunnet sikre en stabil boligprisudvikling. Danmark har derfor en udfordring: Pengepolitikken skal sikre fastkurspolitikken, og finanspolitikken er ikke i sig selv tilstrækkelig til at stabilisere boligmarkedet. Der er derfor behov for andre politikhåndtag, når der er brug for at stabilisere boligmarkederne. Det gælder særligt, når regulering og beskatning ikke i højere grad virker som automatiske stabilisatorer.

Manglende politikhåndtag

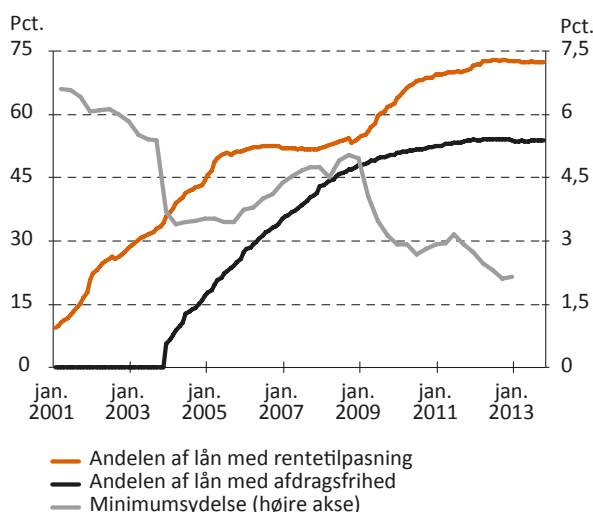
4.3 De nye låneformer – udbredte og problematiske

Rentetilpasningslåne begyndte for alvor at blive udbredt fra 2003 og frem, da de korte renter faldt betydeligt, jf. figur 4.4a. De afdragsfrie lån vandt hurtigt popularitet efter deres indførelse i slutningen af 2003.

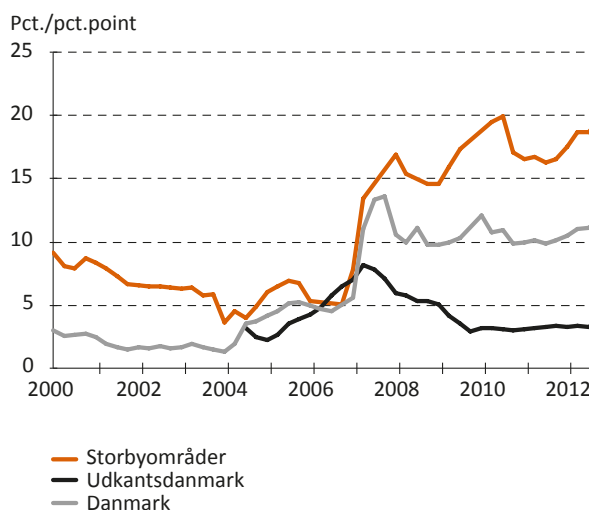
Figur 4.4

Udnyttelsen og effekten af afdragsfrie og rentetilpasningslån over tid

a) Udbredelsen af de nye låneformer og minimumsførsteårsydelsen



b) Minimumsførsteårsydelsens gennemslag på boligprisen



Anm.: Kurven "minimumsydelse" i figur b) angiver den procentuelle effekt på den langsigtede boligpris ved en ændring i minimums førsteårsydelsen på et pct. point.

Kilde: Figur a) Nationalbankens statistikbank og egne beregninger. Figur b) Egne beregninger på baggrund af modellen i Heebøll (2014c) i baggrundsrapporten.

Afdragsfrie lån og rentetilpasningslån gav boligejere mere fleksibilitet ift. renterisiko og afdragsprofil på deres boliglån. Specielt fra 2003 og frem gav afdragsfrie lån og rentetilpasningslån mulighed for betydeligt lavere førsteårsydelse på omkring et til to pct. point. De umiddelbare fordele for familierne betød, at låneformerne hurtigt blev populære, og i dag er godt 70 pct. af alle realkreditlån rentetilpasningslån, og godt 50 pct. er afdragsfrie. En væsentlig del af lånene har både hyppig rentetilpasning og afdragsfrihed.

Større fleksibilitet

Makroøkonomisk stabilitet indregnes ikke

Når husholdningerne vælger lånetype, afvejer de naturligt nok egne fordele og ulemper, i det omfang de er oplyst om dem.⁵ Men de indregner ikke det forhold, at deres valg af de nye lånetyper kan bidrage til at gøre boligmarkedet mere ustabil og til at øge risikoen for finansiel ustabilitet. Det samme gælder i vidt omfang kreditinstitutterne – de kan heller ikke forventes at tage hensyn til overordnede samfundsøkonomiske risici, når de træffer beslutning om at give fx afdragsfrie lån. Her er det myndighedernes opgave at sikre en tilpas stram regulering, så kreditinstitutters og husholdningers beslutninger ikke skaber større samfundsøkonomiske problemer.

Førsteårsydelsen er vigtig

En vigtig erkendelse fra 00'erne er, at førsteårsydelsen på boliglån har væsentlig betydning for boligpriserne. Med de nye låneformer er førsteårsydelse bragt markant ned, og ydelsernes følsomhed over for ændringer i de korte renter er vokset. Særligt i storbyområderne er der tegn på, at boligpriserne har reageret kraftigt på den lavere førsteårsydelse, jf. figur 4.4b. Ved årtusindskiftet ville et fald i minimumsførsteårsydelsen på et pct.point i København skønsmæssigt have udløst en boligprisstigning på omkring ti pct. I dag er effekten mere end dobbelt så høj. Denne udvikling skal dog ses i sammenhæng med, at renteniveauet i dag er betydeligt lavere end ved årtusindskiftet.

Da de afdragsfrie lån blev indført, mente mange økonomer ellers, at de kun ville få begrænset betydning. Man forventede, at boligejerne ville fokusere på den samlede omkostning i lånets løbetid, og den ændrer sig ikke nødvendigvis med afdragsfrie lån. Førsteårsydelsens vigtighed kan skyldes, at boligkøberne er kreditbegrænsede og samtidig lægger stor vægt på deres økonomiske situation i de første år efter købet. Der er således indikationer på, at der er relativt flere, der er kreditbegrænsede i storbyområderne, hvor priserne steg mest.⁶ Desuden har Danmark et udbygget system med obligatorisk pensionsopsparing. Det kan bidrage til at forklare, hvorfor afdragsfrie lån har vundet stor udbredelse og har haft stor betydning for boligprisens udvikling.

Låneformerne fik boligpriserne til at stige

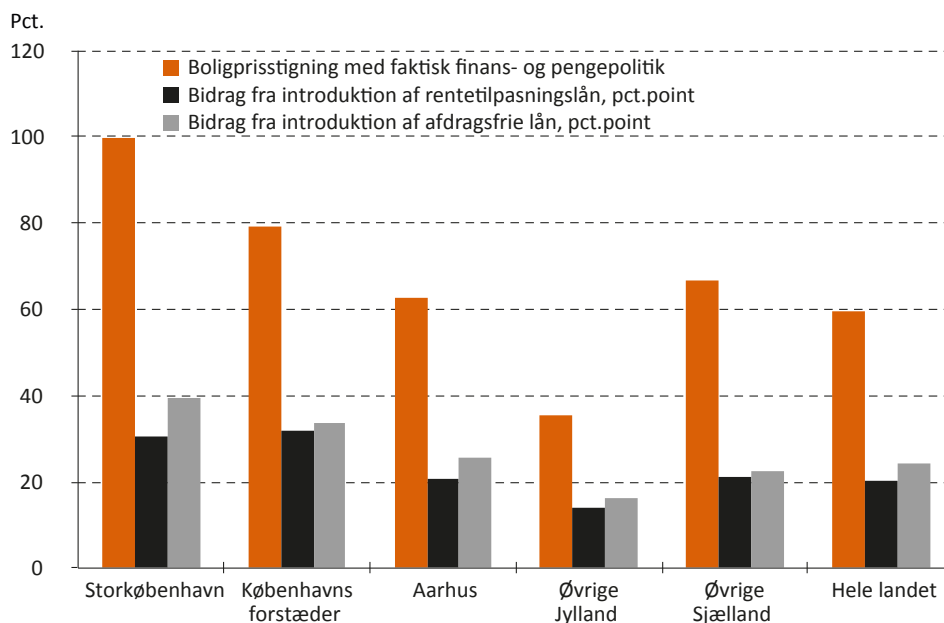
4.3.1 De nye låneformer kan gøre boligmarkedet mere ustabil

Ifølge Krakas boligmarkedsmodel ville boligpriserne i Danmark fra 2000 til 2007 skønsmæssigt være steget knap 25 pct.point mindre, hvis de afdragsfrie lån ikke var blevet indført, jf. figur 4.5. Rentetilpasningslånene skønnes at have haft en tilsvarende prisefekt. Stigningen i boligpriserne skyldtes også en række andre forhold, fx ejendomsværdiskattestoppet, som selvstændigt har bidraget til prisstigningerne i et vist omfang primært i storbyerne, og som forstærkede effekten af at introducere de nye låneformer. Indførelsen af de nye låneformer var dog den mest afgørende faktor, jf. figur 4.5.

5. Afvejningen er ikke helt enkel. Fastforrentede lån kan fx konverteres, hvilket øger deres fordelagtighed. Desuden kan fastforrentede lån virke som en forsikring, fordi de garderer mod boligprisfald, når renteniveauet stiger. Det skyldes, at højere rente medfører lavere kontantværdi af udestående gæld, når lånet er fastforrentet. Omvendt kan de nye låneformer bruges til at nedbringe anden og dyrere gæld, ligesom de øger mulighederne for at udjævne forbrug over livet. Hertil kommer de forhold, som den enkelte boligejer ikke inddrager i beslutningen, fx at låneformerne delvis er kapitaliseret i boligpriserne, hvilket eroderer fordelene for boligejerne som helhed, samt de risici som kommer fra, at lånene kan medføre større makroøkonomisk ustabilitet og større risiko for finansiel uro.

6. Jf. Heebøll (2014a) i baggrundsrapporten.

Figur 4.5
De nye låneformers betydning for boligprisstigningerne fra 2000 til 2007



Anm.: Pga. samspil kan den samlede effekt af de nye låneformer ikke beregnes som summen af de to effekter.
Kilde: Heebøll (2014c) i baggrundsrapporten.

Effekten af de nye låneformer på prisstigningerne var betydelig i samtlige regioner, men klart størst i Københavnsområdet. Desuden er der en tendens til, at effekten uden for disse storbyområder kommer mere indirekte via "prissmitteeffekter" fra storbyområderne og i mindre grad som en direkte effekt af introduktion af nye låneformer.⁷ Hvis man begrænser adgangen til de nye låneformer uden for hovedstadsområdet, er den samlede effekt således mindre, end hvis det sker i hovedstadsområdet.

4.3.2 Lånene bruges forskelligt på tværs af landet

De nye låneformer er således særligt udbredte i og omkring de geografiske centre, jf. figur 4.6. Det var også her, boligpriserne steg mest, og hvor husholdningerne øgede deres bruttogæld mest. De nye lånetyper ser således indtil videre ud til i vidt omfang at være blevet kapitaliseret i boligpriserne. Men hvis adgang til de nye låneformer slår ud i højere priser, så bliver likviditetsfordelen ved de nye låneformer selv sagt mindre. Så er resultatet blot, at nye førstegangskøbere må stifte mere gæld end før, uden at de nødvendigvis får mere bolig for pengene. På langt sigt må det dog forventes, at kapitaliseringseffekten bliver mindre, da der i store dele af landet er muligheder for at bygge flere boliger. Også antallet af boliger i de geografiske centre kan udvides på langt sigt, fx ved at der bygges højere. Effekten vil i så fald være, at nogle boligejere kan komme til at stå med en høj gæld og en lavere boligformue.

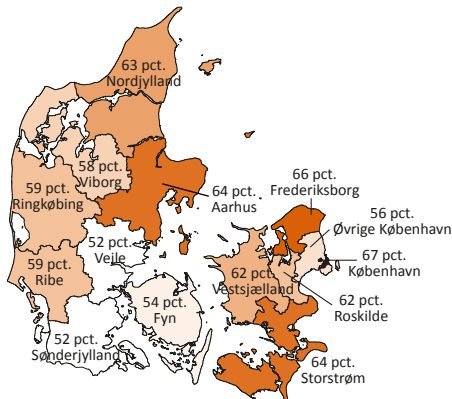
De nye lån er populære i storbyerne

7. Jf. Heebøll (2014c) i baggrundsrapporten.

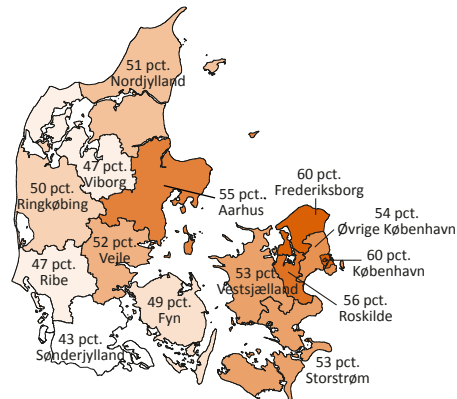
Figur 4.6

Låneformernes geografiske udbredelse

a) Rentetilpasningslån



b) Afdragsfrie lån



Anm.: Afdragsfrie lån er her defineret som lån med mulighed for afdragsfrihed.
 Kilde: Data fra Realkredit Danmark og egne beregninger.

Mere præcist kan vi se følgende sammenhænge på tværs af regioner:

- Jo større andel af indbyggerne i et område, der har afdragsfrie lån, jo større er andelen, der har rentetilpasningslån.
- De nye låneformer er typisk mest udbredt omkring geografiske centre og mindre udbredt i udkantsområder.
- Jo større udbredelsen af de nye låneformer har været i en kommune, jo større har boligprisstigningerne været, jf. figur 4.7.
- Jo mere udbredte de nye låneformer er i en kommune, jo mere er husholdningernes bruttogæld steget i den pågældende kommune.

Geografiske forskelle

Forskellen i udnyttelsen af de nye låneformer – specielt de afdragsfrie lån – kan bidrage til at forklare de store forskelle i rentefølsomhed og dermed boligprisudviklingen, som kan konstateres, når man sammenligner hovedstadsområdet med de øvrige regioner, jf. figur 4.5. Det historisk lave renteniveau og den historisk høje følsomhed over for de korte renter i fx hovedstadsområdet er således formentlig en af de primære årsager til, at boligpriserne her er steget ret kraftigt i de seneste år.

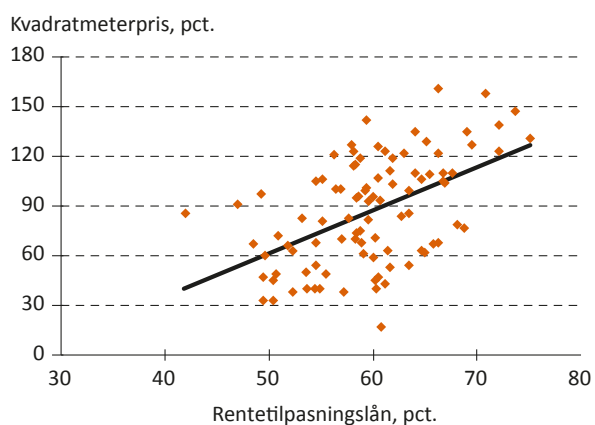
De underliggende tendenser

Udbuddet af byggegrunde i de geografiske centre er begrænset på kort og mellemlangt sigt, og der er en relativt høj befolkningstæthed. Da der foregår en vandring fra udkantsområder til geografiske centre, kan der derfor være en underliggende tendens til, at boligpriser i centrene stiger mere end i andre dele af landet. I denne situation kan de nye låneformer, pga. den lave førsteårsydelse, give førstegangskøbere mulighed for at etablere sig i de geografiske centre. Det medfører imidlertid en yderligere stigning i boligfeterspørgselen i disse områder og forstærker dermed det opadgående pres på boligpriserne. Der er en klar positiv sammenhæng mellem de nye låneformers udbredelse og boligprisstigningerne på tværs af kommuner, jf. figur 4.7.

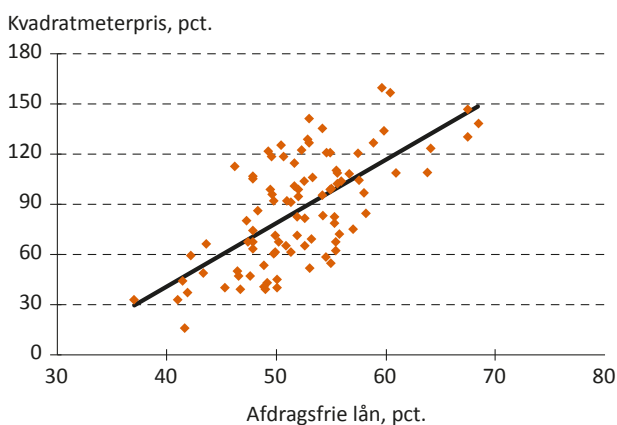
Figur 4.7

Vækst i kvadratmeterpris fra 2000 til 2007 og andelen af de nye låneformer i 2012 på tværs af danske kommuner.

a) Rentetilpasningslån



b) Afdragsfrie lån



Kilde: Data fra Realkredit Danmark og egne beregninger.

Også i andre lande er boligpriserne i storbyer typisk særligt følsomme over for ændringer i finansielle forhold. Boligprisstigningerne i 00'erne havde deres udspring i storbyerne og var størst i disse befolkningstætte områder. Det samme billede finder man i andre lande.

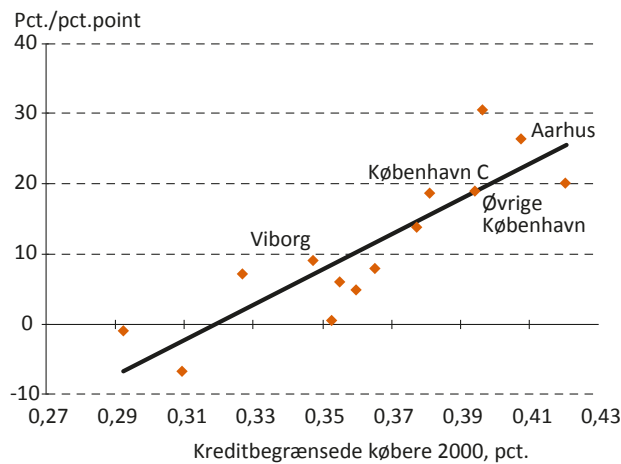
I storbyerne, hvor der er knaphed på byggegrunde, kan det være vanskeligt at øge boligbyggeriet væsentligt, når boligpriserne stiger. Derfor må priserne tage en stor del af tilpasningen, når bolig efterspørgselen ændrer sig – fx ved indførelsen af afdragsfrie lån og rentetilpasningslån. Den begrænsede reaktion i boligudbuddet medvirker til, at prisstigningerne er størst i centrene. Der er også tegn på, at der er særligt mange kreditbegrænsede husholdninger i storbyområderne og til dels byområder på Sjælland.⁸ Jo flere der ser ud til at være kreditbegrænsede i en region, jo mere følsom er boligprisen over for afdragsfrie lån og rentetilpasningslån, jf. figur 4.8.

8. Andelen af kreditbegrænsede husholdninger i et område er i figuren approksimeret med andelen af husholdninger, der tilbage i 2000 har optaget lån, som er mere end 5 gange større end husholdningens disponible årsindkomst. Denne indikator for kreditbegrænsninger kan imidlertid også afspejle forskelle i kreditpolitik på tværs af regioner.

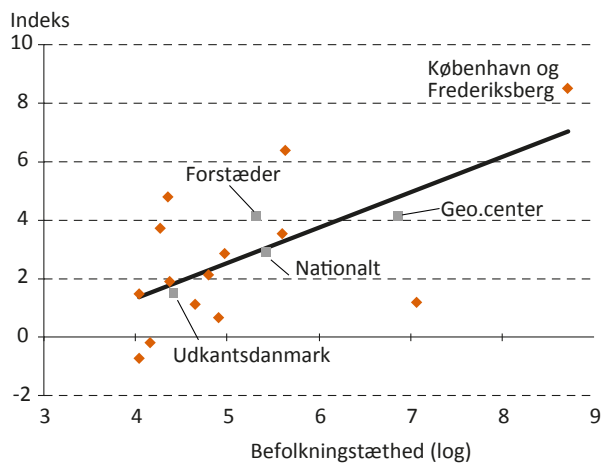
Figur 4.8

Prisdynamik i forskellige områder

a) Prisfølsomhed i forhold til minimums førsteårs-ydelsen sammenholdt med andelen af kreditbegrænsede købere



b) Prisbobletendenser sammenholdt med befolkningstæthed



Anm.: Figur a): Førsteaksen angiver en proxy for andel kreditbegrænsede købere i 2000. Andenaksen angiver boligpriselasticiteten over for minimumsførsteårsydelsen, dvs. den procentuelle effekt på den langsigtede boligpris ved en ændring i minimums førsteårsydelsen på et pct.point. Figur b): Førsteaksen angiver logaritmen til befolkningstætheden. Andenaksen angiver et indeks for boligbobletendenser. I regressionslinjen indgår kun amterne, ikke de grupperinger, der også fremgår af figuren. Indekset for boligbobletendenser vil være højt, hvis 1) adaptive forventninger spiller en stor rolle i den kortsigtede prisdynamik, og 2) der er en tendens til, at boligprisen tilpasser sig til et strukturelt niveau i et langsomt tempo. Kilde: Heebøll (2014c) i baggrundsrapporten.

Boligformer særligt vigtige i København

Sammensætningen af de forskellige boligformer har også betydning for, hvordan de regionale boligmarkeder fungerer. Specielt i København er der relativt mange andelsboliger. Lejeboligmarkedet fylder også mest i storbyerne. På den regulerede del af lejeboligmarkedet vil huslejen ikke stige, når efterspørgslen stiger. Prisen på andelsboliger er også reguleret og er i nogen grad koblet til den regulerede del af lejeboligmarkedet. Når efterspørgslen stiger, må priserne på ejerlejligheder derfor tage en større del af tilpasningen for at genskabe ligevægt imellem udbud og efterspørgsel. Det kan også bidrage til at forklare de betydelige prisstigninger i København og Aarhus i 00'erne. Forældrekøb har endvidere størst betydning i de store uddannelsesbyer. Forældrekøb kan bl.a. betyde, at det bliver lettere at finansiere boligen med rentetilpasningslån og lån uden afdrag, fordi forældrene har bedre kreditværdighed end deres børn.

De større prisudsving i storbyer kan også afspejle, at såkaldte boligbobletendenser spiller en større rolle her end andre steder. En boligboble forstås her sådan, at prisudviklingen især er drevet af forventninger om fremtidige prisstigninger. Med anvendelse af Krakas boligmarkedsmodel har vi opstillet et indeks for "boligbobletendenser" for alle amter i Danmark, jf. figur 4.8b. Indekset bekræfter, at risikoen for bobler er størst i storbyerne. Det er altså her, forventningerne har spillet den største rolle for boligprisudviklingen.⁹

4.3.3 Samspillet mellem de nye låneformers rentefølsomhed og pengepolitikken

Større rentefølsomhed

Vores analyser viser, at en lavere førsteårsydelse øger bolig efterspørgslen, hvilket fører til stigende boligpriser på kort og mellemlang sigt, jf. figur 4.4b. De nye låneformer betyder også, at førsteårsydelsen er blevet mere følsom over for udsving i renten. Desuden har rentetilpasningslån og afdragsfrihed medført, at husholdningernes bruttogæld er forøget, og at gældens sammensætning er ændret. En langt større del er i dag med va-

9. Jf. Heebøll (2014c) i baggrundsrapporten for en nærmere beskrivelse af indekset for boligbobletendenser.

riabel rente og uden afdrag. Boligmarkedet og husholdningernes rådighedsbeløb samt likviditet bliver derfor kraftigt påvirket ved ændringer i de korte renter, og effekten optræder hurtigt. Der er også en klar tendens til, at lande med høj bruttogæld i husholdningerne typisk har oplevet en større tilbagegang i privatforbruget under krisen på trods af, at renterne blev sat ned, jf. figur 4.9c. Dette kan være en reaktion på "overdreven" låntagning drevet af overoptimistiske forventninger i højkonjunkturårene.

Skattestoppet for ejendomsværdiskatten betyder, at skatten ikke følger med op og ned, når boligpriserne stiger eller falder – eller med andre ord – den effektive ejendomsværdiskattesats sættes ned, når priserne stiger, og den sættes op, når de falder. Dermed bidrager skattestoppet til at øge udsvingene i boligpriserne. Det gælder særligt i storbyområderne, hvor ejendomspriserne er høje og er steget mest, og hvor skattestoppet derfor har haft mærkbar betydning for boligejernes økonomi. Skattestoppet har således medført, at ejendomsværdiskatten fylder mindre i den samlede ydelse, der skal betales på en bolig. Dermed slår en renteændring relativt hårdere igennem på boligydelsen og boligefterspørgslen. På den måde har skattestoppet medvirket til at øge boligmarkedets rentefølsomhed.

Med den forøgede følsomhed over for ændringer i de korte renter er renteinstrumentet i princippet blevet mere effektivt til at stabilisere konjunkturerne. En renteændring vil påvirke boligejernes økonomi kraftigt. Rentepolitikken er imidlertid indrettet efter at sikre den faste kronekurs. I samspil med fastkurspolitikken kan den større rentefølsomhed derfor medføre en mindre stabil samfundsøkonomi, særligt når konjunkturerne i Danmark afviger fra konjunktursituationen i eurozonen, og andre dele af den økonomiske politik ikke er indrettet efter forholdene, jf. kapitel 3. Lande, der som Sverige fører selvstændig pengepolitik, har dog lignende udfordringer. Her er sigtet, at pengepolitikken fastlægges med henblik på at sikre stabil inflation. Renten kan derfor ikke samtidig sikre et helt stabilt boligmarked. I Sverige anses høj gæld i husholdningerne også som en udfordring, fordi det kan svække den finansielle stabilitet.

Pengepolitisk stress bliver mere problematisk

4.4 Boligejernes bruttogæld er steget

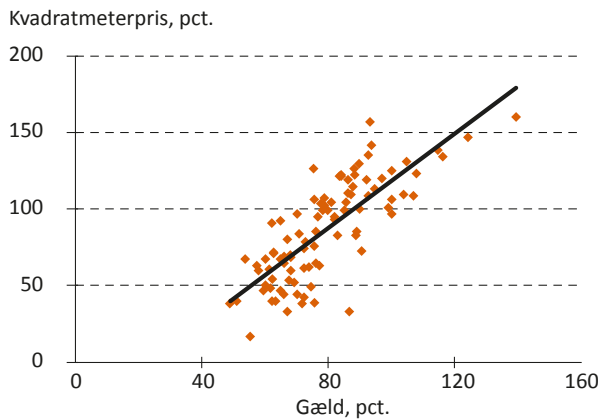
Danmark er et af de lande, hvor husholdningerne har den største finansielle bruttogæld. Gælden udgør ca. 300 pct. af husholdningernes disponible indkomster. Det er væsentligt mere end i de fleste andre vestlige lande, jf. figur 4.11a. Husholdningernes bruttogæld er vokset kraftigt fra 2003 til 2012. Det afspejler en meget kraftig gældsætning under højkonjunkturerne og et vist fald i gælden efter krisen.

Stor dansk bruttogæld

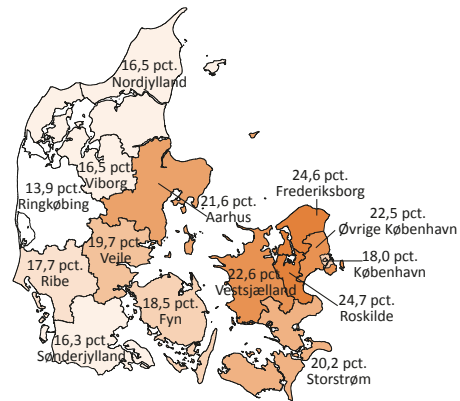
Den stigende gæld skal ses i sammenhæng med udbredelsen af de nye låneformer. Som nævnt har de nye lånetyper bidraget væsentligt til stigende boligpriser i 00'erne. Samtidigt har de stigende boligpriser medført, at husholdningerne må optage mere gæld for at købe ny eller større bolig. Boligprisstigningerne medførte også større boligformuer og dermed mere friværdi, som kunne belånes. Dette medførte, at mange boligejere forgældede sig yderligere. På tværs af danske kommuner er der en klar sammenhæng mellem boligprisstigninger og gældsætning, jf. figur 4.9a. Der er også en klar tendens til, at husholdningernes gæld er steget mest i de kommuner, hvor de nye låneformer er mest udbredt.

Figur 4.9
Boligprisudviklingen, gældsætning og privatforbrug

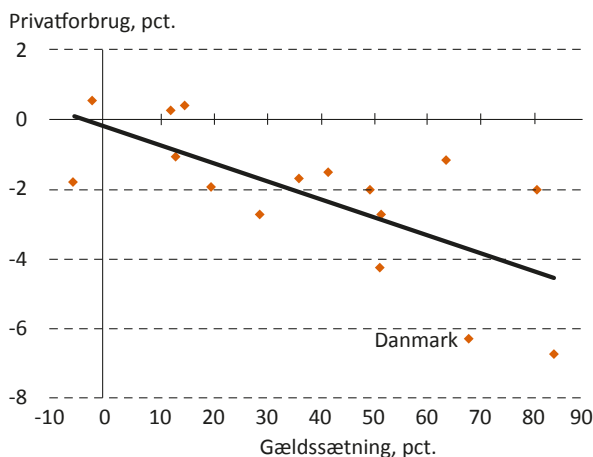
a) Vækst i gæld og kvadratmeterpris, 2000-2007



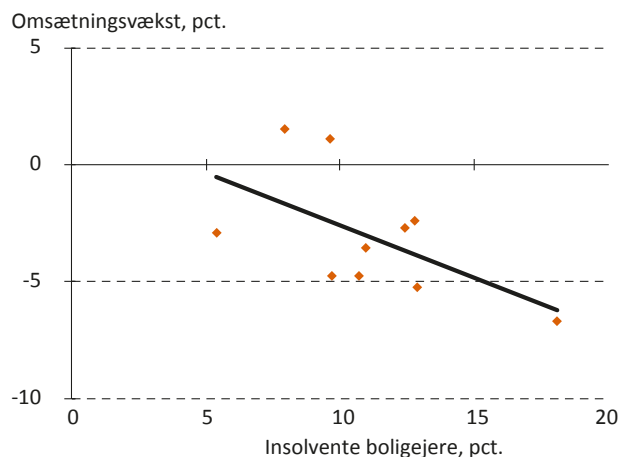
b) Regionalt forbrug af friværdi i 2005



c) Ændring i gældsætning, 1997-2007 og forbrug, 2008-2009



d) Vækst i detailomsætningen, 2008 – 2010 og andel insolvente boligejere, 2010



Anm.: Figur a): Kommuner. Christiansø, Ærø, Læsø og Bornholm er frasorteret.
Figur c): Udvalgte OECD-lande.
Figur d): Landsdele som opgjort af Danmarks Statistik.

Kilde: Figur a): Egne beregninger på baggrund af Danmarks Statistiks registerdata. Figur b), c) og d): Heebøll og Larsen (2014) i baggrundsrapporten.

I Danmark er der forholdsvis liberal adgang til at belåne friværdi. Gældsætning i form af belåning af friværdi i midten af 00'erne var størst i kommuner i omegnen til hovedstaden og Aarhus, hvor prisstigningerne også var blandt de højeste i landet, jf. figur 4.9b.

Der var en tendens til, at privatforbruget faldt mest under tilbageslaget i de lande, som oplevede den største stigning i husholdningernes gældsætning i årene frem mod krisen, jf. figur 4.9c. Danmark er her blandt de lande, der både havde den højeste gældsætning under højkonjunktoren og det største tilbageslag i privatforbruget i starten af finanskrisen. Inden for Danmarks grænser er den største og mest vedvarende opbremsning i privatforbruget, målt ved detailomsætningen, sket i områder med mange insolvente boligejere, specielt i udkantsområder som Vest- og Sydsjælland, jf. figur 4.9d.¹⁰

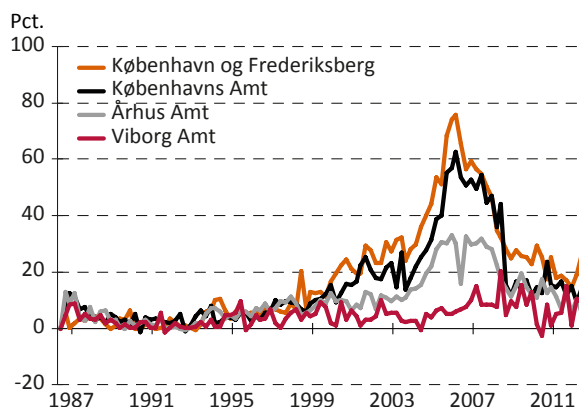
10. Her kan årsagssammenhængen selv sagt gå begge veje.

Andelen af førstegangskøbere med høj gæld ift. deres indkomst steg væsentligt i storbyerne fra 2003 til 2007, jf. figur 4.10a, hvor boligpriserne som nævnt steg kraftigt. I udkantsområderne var forøgelsen af gældsætningen langt mere afdæmpet i perioden, jf. figur 4.10b.

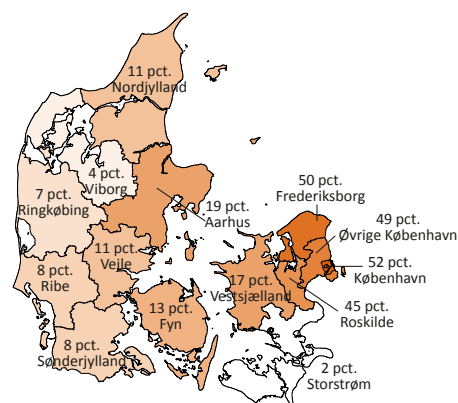
Høj gældsætning for førstegangskøbere

Figur 4.10
Udviklingen i gældsætningen for førstegangskøbere

a) Andel yngre førstegangskøbere med høj gældsætning



b) Stigning i andelen af højt gældsatte yngre førstegangskøbere 2004-2006



Anm.: Figur a): Førstegangskøbere under 35 år, som stifter gæld, hvor gælden er mere end 5 gange så stor som indkomsten i købsåret.
Figur b): Førstegangskøbere under 35 år, som stifter gæld, hvor gælden er mere end 5 gange så stor som indkomsten i købsåret, stigning i perioden 1. kvrt. 2004 til 4. kvrt. 2006.
Kilde: Heebøll (2014a) i baggrundsrapporten.

De nye låneformer har øget efterspørgslen efter gæld med henblik på at anskaffe en ejerbolig eller købe et større hus. Det gælder navnlig i storbyerne. Virkningerne kan være forstærket igennem den finansielle sektor via sammenhængen imellem boligprisstigninger og bankernes kreditpolitik. Vedvarende boligprisstigninger kan således medføre, at kreditinstitutterne lempes deres kreditpolitik. Det kan gøre det nemmere for boligkøbere at optage fx afdragsfrie lån, hvilket øger priserne yderligere.

Da de nye låneformer har medført væsentlige stigninger i boligpriserne, har det den effekt, at boligkøbere skal låne flere penge for at købe en bolig af en bestemt kvalitet. Større gæld øger priserne, og højere boligpriser øger gæld og efterspørgsel efter nye lånetyper. I årene op til finanskrisen blev denne dynamik forstærket af ejendomsværdi-skattestoppet og af lempelig udlåns politik i kreditinstitutterne.

Kapitalisering i boligpriserne

Når de nye låneformer kapitaliseres i boligpriserne, er det udtryk for, at fordelene ved de nye låneformer begrænses. Unge familier skal låne flere penge for at købe et hus, der på grund af de nye låneformer er blevet dyrere. De står derfor med en større gæld, uden at de nødvendigvis har fået mere bolig for pengene. Til gengæld har husholdningernes gæld, udover at være blevet større, også fået en mere risikabel sammensætning, både set fra boligejernes og fra et samfundsøkonomisk synspunkt. Vinderne er især de bolig-ejere, der var på markedet, da de nye låneformer blev indført.

4.4.1 Samspillet med pensions- og skattesystemet

Den relativt høje bruttogæld i danske husholdninger skal bl.a. ses i sammenhæng med, at Danmark er kommet langt med at opbygge et opsparingsbaseret pensionsystem. Beskæftigede i Danmark på overenskomstdækkede områder har i godt to årtier indbetalt mellem 12 og 18 pct. af deres bruttoløn til bunden pensionsopsparing.

Lavere øvrig opsparing

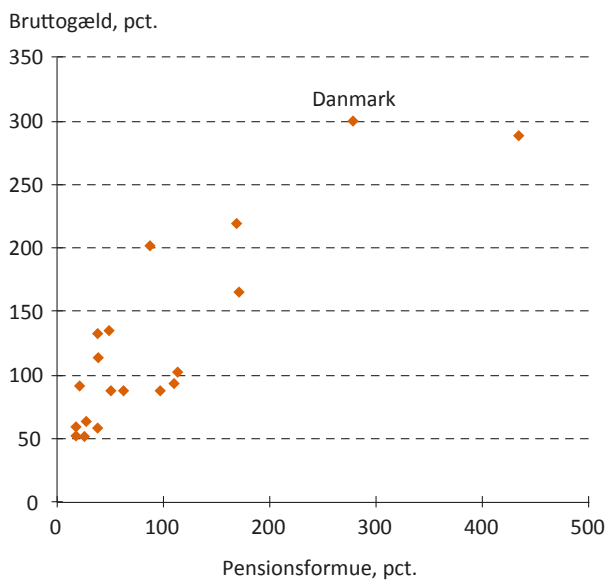
Pensionsopsparingen og pensionsformuen er derfor vokset gennem mange år. Modstykket hertil er i nogen grad, at husholdningernes øvrige opsparing er mindre, end den ellers ville have været. Bl.a. har husholdningerne stiftet mere gæld. Der er en klar tendens til, at de lande, der har store private pensionssystemer, som er baseret på forudgående obligatorisk opsparing, også har en husholdningssektor med en høj bruttogæld, jf. figur 4.11a.

Fortsat stigende pensionsformuer

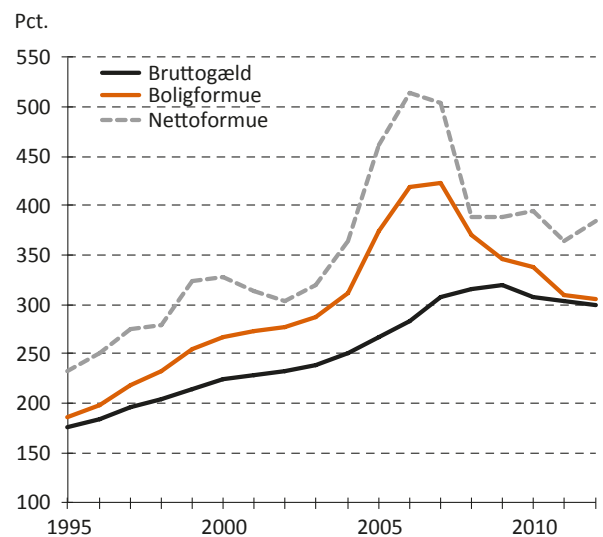
Formuerne i pensionsopsparingsordningerne må ventes at stige yderligere fremover i takt med, at pensionsystemet modnes, og stadig flere har indbetalt pensionsbidrag et helt arbejdsliv. Det vil trække i retning af at øge husholdningernes bruttogæld yderligere. Ifølge en beregning fra Nationalbanken kan denne udvikling potentielt bidrage til at forøge bruttogælden fra omkring 300 pct. af de disponible indkomster til op mod 400 pct. i 2045.¹¹ Dette skøn er givetvis højt sat, men det illustrerer, at husholdningernes gæld må påregnes at stige de næste årtier. Udfordringerne med en høj bruttogæld vil dermed også kunne stige.

Figur 4.11
Bruttogæld og pensionsopsparing

a) Bruttogæld og pensionsformue som andel af disponibel indkomst i EU-lande



b) Danskeres bruttogæld som andel af disponibel indkomst



Kilde: Finansministeriet (2014): Finansredegørelse 2014 og egne beregninger.

Arbejdsmarkedspensionssystemet har medført, at husholdningernes samlede opsparing er steget. Samtidig er systemet med til at aflaste de offentlige finanser på længere sigt. Det Økonomiske Råd nåede i 2008 frem til, at en stigning i den obligatoriske pensionsopsparingen på 100 kr. kunne forventes at øge husholdningernes opsparing med

11. Jf. Danmarks Nationalbank (2011): Husholdningernes balancer og gæld – et internationalt landestudie. Kvartalsoversigt, 4. kvartal 2011 del II.

ca. 70 til 80 kr., mens anden opsparing blev nedbragt med 20 til 30 kr.¹² Det har bidraget til at løfte husholdningernes nettoformue, som samlet er omkring 380 pct. af de disponible indkomster i 2012 inkl. boligformuen efter et kraftigt fald siden krisen.¹³ Selv om husholdningernes gæld er høj, har sektoren således en betydelig nettoformue i gennemsnit. Udfordringen er således ikke nettoformuens størrelse, men at bruttogælden er meget rentefølsom, mens pensionsformuen er illikvid. Endvidere er også de belånte ejerboliger relativt illikvide formuegoder, og den frie likvide formue er koncentreret på relativt få personer.

Pensionssystemets bidrag til husholdningernes opsparing skal ses i lyset af, at andre forhold kan trække i retning af, at husholdningernes opsparing ellers ville blive "for lav". Fx kan den danske velfærdsmodel med stort set gratis adgang til uddannelse og sundhed og relativt høj kompensation ved ledighed, sygdom osv. trække i retning af lavere tilskyndelse til opsparing i husholdningerne. Modstykket til, at arbejdsmarkedspensionssystemet har en relativt høj opsparingseffekt, kan imidlertid være, at flere husholdninger føler sig kreditbegrænsede¹⁴.

Danmark har gennem mange år haft gode muligheder for at låne penge til boligkøb og til at belåne fast ejendom. Det har også bidraget til at forøge husholdningernes gæld, dvs. til såkaldt balanceoppustning. Der er således en klar tendens til, at jo mere liberal adgang til finansiering af fast ejendom, der er i et land, jo større er husholdningernes finansielle gæld i det pågældende land. Og Danmark er blandt de lande i verden med de bedste muligheder for lånefinansiering af boligkøb.

De nye låneformer betød, at de i forvejen gode lånevilkår blev yderligere lempet. Det har gjort det endnu lettere for husholdninger at udjævne forbrug over deres liv ved at flytte forbrug frem i tid. Det kan have stor effekt på husholdningers gæld, hvis mange husholdninger føler sig kreditbegrænsede fx som følge af høj bunden pensionsopsparing. En konsekvens af de nye låneformer kan derfor også være, at modningen af arbejdsmarkedspensionssystemet de kommende år kan medføre en større stigning i bruttogælden, end det man ellers kunne forvente.¹⁵ Den effekt kan forstærkes af, at kommende unge generationer har udsigt til en relativt høj pensionsdækning i kraft af arbejdsmarkedspensionerne.

Tidligere har skattesystemet også givet en væsentlig tilskyndelse til at optage gæld med henblik på at investere pengene i ny bolig eller i pensionsopsparing. Fordelene herved er dog efterhånden bragt ned, bl.a. som følge af nedsættelsen af skatteværdien af rentefradraget. Med ejendomsværdiskattestoppet vil ejendomsbeskatningen imidlertid gradvist falde over tid. Det vil igen trække i retning af stigende fordele ved at stifte gæld med henblik på at investere mere i boliger. Det trækker også i retning af højere finansielle gæld i husholdningerne.

Samlet har indførelsen af de nye låneformer således medført, at opbygningen af arbejdsmarkedspensionssystemet kan skabe nogle udfordringer, som ikke tidligere var relevante. Modningen af systemet kan øge husholdningernes risikable gæld, og systemets positive effekt på den private opsparing kan blive svækket. Det virker ikke specielt lo-

Forbrugsudjævning

**Ejendomsværdi-
skattestop forstær-
ker gældsætning**

**Nye låneformer
medfører
udfordringer for
pensionssystemet**

12. Jf. Det Økonomiske Råd (2008): Dansk økonomi, forår 2008.

13. Formuen omfatter ud over boligformue og bruttogæld også pensionsformue (korrigeret for udskudt skat, som er sat til 40 pct.) samt frie aktiver i form af aktier og bankindsud mv. Aktierne er ikke korrigeret for udskudt skat.

14. En anden forklaring er, at nogle forbrugere har tendens til at tænke kortsigtet, "myopisk". Myopiske forbrugere vil forsøge at fremskynde forbrug og opspar "for lidt". Af samme grund vil disse forbrugere forsøge at låne hvis det bliver muligt, for at "frontloade" forbrug. Hvis sigtet med pensionsopsparing er at reducere sådanne myopiske effekter, så vil adgangen til nye låneformer modvirke formålet.

15. Det Økonomiske Råd nåede frem til, at indbetaling til pensionssystemet er relativt høj for unge, der i dag kommer ind på arbejdsmarkedet. Jf. Det Økonomiske Råd (2008): Dansk økonomi, forår 2008. De kan derfor føle sig likviditetsbegrænsede og derfor i højere grad efterspørge de nye låneformer.

gisk, at Danmark har det mest udbyggede system med obligatorisk pensionsopsparing i den vestlige verden og samtidig har mere lempelig adgang til at lånefinansiere boligforbrug mv. end stort set alle andre lande.

4.5 Behov for at begrænse anvendelsen af de nye låneformer

Hensynet til samfundsøkonomisk stabilitet er vigtigt

Hensynet til den makroøkonomiske stabilitet og til fastkurspolitikken tilsiger, at adgangen til de mest risikable lån bringes mærkbart ned, selv om disse låneformer har fordele for den enkelte. Det gælder fx unge likviditetsbegrænsede familier, der ad denne vej får mulighed for at købe den ønskede bolig. Fordelene for førstegangskøbere er imidlertid begrænsede, hvis de nye låneformer er kapitaliseret i priserne. De mulige fordele begrænses også, hvis der stilles krav om, at husholdningerne skal kunne betale et fastforrentet lån med afdrag for at få adgang til de nye låneformer. Det betyder, at personer der rammes af indkomstbortfald fx pga. ledighed eller sygdom ikke har de bedste muligheder for at få de billige lån.

De nye krav til kreditinstitutterne løser ikke problemerne

Der er forskellige tiltag, som kan påvirke udbredelsen af de nye låneformer i et vist omfang de kommende år. Det gælder fx kravet til stabil finansiering af kreditinstitutter, Net Stable Funding kravet, kravet om likviditetsberedskab (LCR kravet) i pengeinstitutter, ændrede ratings fra ratingbureauernes side, og endelig den nye tilsynsdiamant for realkredit. De mange forskellige tiltag er især rettet mod kreditinstitutterne – dvs. udbudssiden. De mange regler og tiltag gør systemet – og den samfundsøkonomiske effekt – svær at gennemskue, men det klare indtryk er, at de ikke i større omfang vil nedbringe de makroøkonomiske risici ved de nye låneformer. Tiltagene griber ikke ind over for de mere grundlæggende strukturelle forhold, som gradvist øger husholdningernes efterspørgsel efter de risikable låneformer.

Diamanten pålægger få restriktioner

Generelt forekommer den nye tilsynsdiamant for realkredit ikke at pålægge realkreditinstitutterne væsentlige begrænsninger i forhold til situationen i dag, jf. boks 4.3. Diamanten kan medføre behov for en vis tilpasning af brugen af afdragsfrie lån, men da en række af disse vil udløbe i de kommende år, vil tilpasningen kunne ske ved et lidt lavere antal nye udstedelser. Ligeledes kan der være behov for en vis tilpasning til kravet om begrænset refinansiering. Samlet må det dog vurderes, at diamanten kun i begrænset omfang vil medvirke til at reducere økonomiens rentefølsomhed mv. Den sikrer heller ikke en overordnet styring, da fokus er på de enkelte institutter.

Boks 4.3 Hvor meget binder tilsynsdiamanten?

Pejlemærke 1: "Udlånsvæksten i visse segmenter skal være mindre end 15 pct. p.a." Hvis det havde været gældende i dag, ville det ikke have store konsekvenser for realkreditinstitutterne. I 2012 og 2013 har der samlet set kun været et brud på pejlemærker i ét af segmenterne. I perioden 2005-2008, var der 29 brud på pejlemærke 1.

Pejlemærke 2: "Andelen af lån, hvor LTV – loan to value – overstiger 75 pct. af lånegrænsen (60 pct. af ejendomsværdien for private), og hvor renten kun er låst fast i op til 2 år skal være mindre end 30 pct." Pejlemærket vedrører udelukkende udlån i segmenterne "Privat" og "Erhverv med boligformål". Renterisikoen for almindelig erhvervskunder og landbrugskunder indgår ikke. Man vil i stedet stille krav til styring af renterisikoen i ledelsesbekendtgørelsen. Ifølge Finanstilsynets opgørelse var den gennemsnitlige andel af lån, hvor LTV overstiger 75 pct. af lånegrænsen (60 pct. af ejendomsværdien for private), og hvor renten kun er låst fast i op til 2 år omkring 32 pct. ved udgangen af 2013. Der er derfor brug for en begrænset tilpasning for realkreditsektoren som helhed. Der er dog også institutter, som ligger et godt stykke over grænsen og derfor må indstille sig på en større tilpasning.

Pejlemærket 3: "Andelen af afdragsfrie lån i LTV-båndet over 75 pct. af lånegrænsen skal være mindre end 55 pct." Pejlemærket vedrører alene lån til private og anvendes først fuldt ud i 2020. Lån til erhverv og andre formål er således ikke omfattet af pejlemærket. Der vil for hele realkreditsektoren være behov for en vis tilpasning. Andelen af afdragsfrie lån i LTV-båndet over 75 pct. af lånegrænsen ligger mellem 55 og 68 pct. for de danske realkreditinstitutter. Afdragsfriheden blandt ny-udlån har dog været faldende siden 2008 og i 2013 var andelen af afdragsfrie lån i LTV-båndet over 75 pct. af lånegrænsen 55 pct. Derudover vil der i de kommende år være mange lån med 10 års afdragsfrihed som udløber. Det må forventes, at en række af disse lån omlægges til lån med afdrag.

Pejlemærke 4 "Andelen af udlån, som refinansieres, skal være mindre end 15 pct. pr. halvår af den samlede udlånsportefølje". Pejlemærket begrænser lån med kort finansiering og dermed refinansieringsrisikoen. Ved udgangen af 2013 udgjorde variabelt forrentede lån omkring 70 pct. af det samlede realkreditlån og variabelt forrentede lån med en løbetid på under et år udgjorde 40 pct. af det samlede realkreditlån. Finanstilsynet vurderer, at den gennemsnitlige andel af udlån som refinansieres halvårligt i december vil overstige de 15 pct. i 2016.

Pejlemærke 5: "Summen af de 20 største eksponeringer skal være mindre end den egentlige kernekapital". Pejlemærket begrænser koncentration af store eksponeringer. De 20 største eksponeringer opgøres eksklusive eksponeringer mod finansielle virksomheder under tilsyn og offentlige myndigheder. På nuværende tidspunkt er der kun et enkelt institut, som ligger over grænseværdien. I 2007 og 2008 var der dog flere institutter, som lå over grænseværdien.

Vores udgangspunkt er, at arbejdsmarkedspensionssystemet er en central del af den økonomiske infrastruktur i Danmark. Det er ikke hensigtsmæssigt at have så ubegrænset adgang til de samfundsøkonomisk risikable låneformer i en situation, hvor modningen af pensionssystemet kan tænkes at øge husholdningernes gæld væsentligt, og hvor den makroøkonomiske stabilitet er presset.

Der er derfor behov for at begrænse rentetilpasningslån med afdragsfrihed væsentligt, særligt dem, hvor rentetilpasning sker hyppigt, men det må ske gradvist og med instrumenter, som har en sikker virkning. Disse lån har en række mulige negative samfundsøkonomiske effekter, mens fordelene for danske husholdninger begrænses af kapitaliseringseffekterne og de risici, som låneformerne samlet set påfører husholdningerne, og som ikke indgår i prissætningen af lånene.

Brugen af de nye låneformer kan begrænses på forskellige måder. Man kan fx vælge at forbyde den særligt risikable kombination af afdragsfrihed og rentetilpasning, når der fremover optages nye lån. Det vil sige, at man reserverer muligheden for afdragsfrihed til lån med fast rente. Det vil samlet øge den mindst mulige årlige terminsydelse efter skat fra i størrelsesordenen en pct. af lånets udbetalte værdi (F3 uden afdrag) til ca. 2,5

Låneformerne må begrænses

Forskellige muligheder for begrænsninger

pct. (fastforrentet uden afdrag). En sådan omlægning kan indføres gradvist de kommende år, hvor renteniveauet efter alt at dømme vil være for lavt efter danske forhold. Omlægningen kan dermed bidrage til en mere stabil økonomisk udvikling. Denne model vil reducere udbredelsen af variabelt forrentede lån. Der er også aktuelt et åbent vindue for at afskaffe F1-lån, som jo skal refinansieres hyppigt. F1-lån er i øjeblikket ikke billigere end F3-lån, og de umiddelbare konsekvenser for boligpriserne af at forbyde dem vil formentlig være ret minimale.

En anden model kan være en regel om, at en given – relativt stor - andel af samtlige lån med sikkerhed i en bolig (inklusive boliglån i bankerne) skal være fastforrentet og med afdrag. Denne andel kunne sættes fx til 60 pct. boligværdien. Det ville være udtryk for en markant reduktion af udbredelsen af de risikable låneformer.¹⁶

Overgangsordning nødvendig

Af hensyn til stabiliteten på boligmarkedet vil det være nødvendigt at indføre sådan en grænse for nye boliglån gradvist, og samtidig sikre at indfasningen er afstemt med konjunktursituationen og den økonomiske politik i øvrigt. Eksempelvis vil eksisterende boligejere, der vha. de problematiske låneformer har købt en bolig, der er dyr i forhold til deres privatøkonomi, kunne komme i økonomiske vanskeligheder, hvis deres eksisterende lån skal omlægges. Derfor er det relevant at indføre en overgangsordning, som fx sikrer, at den fulde afdragsfrie periode bevares for eksisterende boligejere, men at der skal omlægges til den krævede andel fastforrentede lån i takt med, at de eksisterende lån skal refinansieres.

Særlig udfordring for landbruget

Også for landbruget vil begrænsningen af rentetilpasningslåne mv. kunne betyde en udfordring. Langt hovedparten af landbrugets gæld er i dag rentetilpasningslån, og landbrugets gæld er mere end tredoblet siden slut-90'erne. Dengang var gælden med fast rente. Landbruget er derfor blevet ekstremt rentefølsomt. En brat reduktion i adgangen til at optage nye rentetilpasningslån mv. vil derfor kunne belaste den enkelte bedrift betydeligt, idet de nye låneformer givetvis i stor udstrækning er kapitaliseret i jordpriserne. Det kræver nærmere analyser at vurdere, hvilken model der bør anvendes for landbruget.

Differentierede lånegrænser

Der er en vigtig regional dimension i spørgsmålet om nye låneformer. Det skyldes, at de nye låneformer især har betydning for prisudviklingen i de befolkningstætte områder som hovedstadsområdet, og at risikoen for boligbobler og smitteeffekter til resten af landet ser ud til at være størst her. Det kan derfor være hensigtsmæssigt at lade lånegrænserne være regionalt differentierede, ligesom det kan overvejes at give Det Systemiske Risikoråd eller Nationalbanken mandat til at justere disse grænser inden for visse rammer, jf. kapitel 7.

4.6 Boligskattestoppet destabiliserer økonomien og virker tilfældigt omfordelende

God skattekilde

Ejendomsbeskatningen indbringer et stort provenu på godt 35 mia. kr. om året. Det svarer til knap 4,5 pct. af de samlede skatteindtægter. Velstandstabet ved ejendomsbeskatning er begrænset sammenlignet med andre skatter, der har samme overordnede virkning på indkomstfordelingen. Ejendomsbeskatningen er derfor, hvis den indrettes rigtigt, en god skattekilde.

16. Økonomisk set kan det have nogle fordele at indføre prissignaler snarere end mængdebegrænsninger på långivningen, idet lånene i så fald i højere grad gives dem, der har størst betalingsvillighed.

Ejendomsbeskatningen af boliger og fritidshuse mv. består af ejendomsværdiskat og grundskyld. Skattestoppet for ejendomsværdiskatten blev indført i 2002. I 2002 blev ejendomsværdiskatten typisk beregnet som en pct. af den offentlige ejendomsvurdering. Efter skattestoppet kan skatten ikke overstige beskatningen i 2002 (eller 2001 tillagt fem pct.). Da boligpriserne almindeligvis stiger over tid, betyder det, at ejendomsværdiskattens andel af ejendomsværdien gradvist falder, og at den betalte skat i stigende grad bliver helt afkoblet fra boligernes markedsværdi. Der er indtil videre indgået politisk aftale om, at ejendomsværdiskattestoppet fortsættes til 2020.

I 2003 indførtes desuden en stigningsbegrænsningsregel for grundskyld, som sætter en grænse for, hvor meget den betalte grundskyld kan stige hvert år. Hvis den offentlige vurdering af en grund stiger meget i et år, vil det således medføre stigende grundskyldbetaling i årene efter.

Ejendomsværdibeskatningen virker i dag destabiliserende på boligmarkedet navnlig i storbyområderne, hvor risikoen for boligbobler ser ud til at være størst. Skattestoppet for ejendomsværdiskatten har fjernet en vigtig automatisk stabilisator, fordi skatten ikke længere stiger og falder med ejendomspriserne. Det betyder, at skattens andel af ejendomsværdien går ned, når boligpriserne stiger, og omvendt når boligpriserne falder. Skattestoppet har desuden medført en omfordeling til fordel for mere velstående grupper og har givet store geografiske forskelle i den reelle ejendomsværdibeskatning.¹⁷ Som tidligere nævnt betyder skattestoppet også, at boligmarkedet er blevet mere følsomt over for bevægelser i de korte renter. Det indebærer fx, at en pengepolitisk renteforhøjelse for at forsvare kronen har større negative effekter på boligpriserne, end den ellers ville have haft.

Grundskylden medfører lavere grundpriser – dvs. de bliver nedvæltet i grundpriserne. Med fuld nedvæltning vil grundskylden således ikke øge købsprisen på grunden og vil derfor ikke være forbundet med samfundsøkonomiske omkostninger (fx via lavere arbejdsudbud). Nedvæltningen anses normalt at være høj, særligt i byområder, hvor udbuddet af byggegrunde normalt er ret upåvirket af efterspørgselsforhold. Det er imidlertid et problem, at grundskylden opgøres på grundlag af en vurdering, der ligger to-tre år tilbage i tid. Det bidrog sammen med stigningsbegrænsningsreglen til, at de store stigninger i grundpriserne under højkonjunkturen først medførte store stigninger i betalingen af grundskyld under krisen, hvor ejendomspriserne ellers var på vej ned, og ledigheden var stigende. Derved begrænsede betalingen af grundskyld privatforbruget på et tidspunkt, hvor der mest af alt var brug for at stimulere økonomien.

Samtidigt har svagheder i kvaliteten af de offentlige vurderinger af grunde og ejendomme været med til at skabe utilfredshed med boligbeskatningen. Det er vigtigt at styrke kvaliteten af de offentlige vurderinger, herunder at de opgøres på et opdateret grundlag. Det er dog samtidigt vigtigt at anerkende, at markedsværdien af et hus ikke kan måles præcist. Boliger er ikke en "hyldevare", og boligmarkedet er præget af ufuldstændig information om købs- og salgsmuligheder og andre forhold, der betyder, at salgsprisen påvirkes af de personer, der deltager i salget. Derfor vil der også fremover være mange tilfælde med mærkbare forskelle på offentlige vurderinger og konstaterede salgspriser, som ikke nødvendigvis er udtryk for fejl i vurderingen.

Ejendomsværdiskatten virker destabiliserende

Forsinkelser i opgørelsen af grundskylden problematisk

Vigtigt at få etableret nyt vurderingssystem

17. Det vurderes, at ejendomsværdiskattestoppet øgede ginikoefficienten med 0,20 i 2008 og 0,13 i 2012., jf. Schultz (2014) i baggrundsrapporten. Til sammenligning medførte skattereformerne i 2004 og 2007 en stigning i ginikoefficienten på 0,15 pct. point.

Skitse til ny boligbeskatning

Den nuværende indretning af ejendomsskatterne er samfundsøkonomisk uhensigtsmæssig og lemfældig fra et fordelingspolitisk synspunkt. Derfor fremlægger vi her en skitse til en ny boligbeskatning. Formålet er at sikre, at beskatningen kan bidrage til at stabilisere boligmarkedet. Vores forslag sikrer samtidigt, at den enkelte boligejer ikke udsættes for en urimelig likviditetsbelastning som følge af kraftige stigninger i ejendomsbeskatningen fra år til år. Forslaget har følgende elementer:

- Ejendomsværdiskatten beregnes fremover som 0,6 pct. af den seneste offentlige ejendomsvurdering.¹⁸ Det vil umiddelbart indbringe nogenlunde samme provenu fra ejendomsværdiskatten som i dag, men forhindrer det yderligere fald i beskatningen, som ejendomsværdiskattestoppet er udtryk for. Sammenlignet med 2002 betyder det i gennemsnit en nedsættelse af ejendomsværdiskattesatsen med ca. 40 pct. Beskatningen vil være relativt lav i den forstand, at skattesystemet fortsat vil tilskynde til at optage gæld med henblik på at købe bolig (ved et normalt renteniveau).
- Den progressive tillægsskattesats for ejendomsværdi over ca. tre mio. kr. i 2002 sættes ned fra 3 til 1,8 pct., og progressionsgrænsen sættes til fx 3,5 mio. kr. Grænsen reguleres herefter med udviklingen i boligpriserne på landsplan.¹⁹
- Beregningen af såvel grundskyld som ejendomsværdiskat baseres på den seneste offentlige vurdering, der opdateres hvert år. Den nylige rapport fra Ekspertudvalget om Ejendomsvurdering har vist, at det er teknisk muligt at lave en sådan løbende opdatering af ejendomsvurderingerne på grundlag af den seneste statistik for udviklingen i boligpriserne.
- Der indføres mulighed for at få sikkerhed for den samlede boligskattebetaling i ejerperioden. Sikkerheden for boligejerne består for det første i, at det beløb, som samlet skal betales i grundskyld og ejendomsværdiskat, aldrig kan stige med mere end den offentlige satsreguleringsprocent fra et år til det næste, så længe man bor i den samme bolig. Hvis den skyldige skat beregnet på grundlag af den seneste vurdering stiger med mere end satsreguleringsprocenten fra et år til det næste, er der mulighed for at indefryse den overskydende skat, som først kommer til betaling, når boligen sælges. For det andet består sikkerheden for boligejerne i, at den betalte løbende skat ikke kan stige, hvis ejendomsvurderingen sættes ned, selvom der måtte være indefrosset overskydende skat fra tidligere år.
- Den udskudte skat indefrysnes som en offentlig prioritet, der står foran al anden gæld og forrentes med en realistisk markedsrente for lange obligationer. Skatteudskydelsen afhjælper altså likviditetsproblemer for de skatteydere, der måtte være likviditetsbegrænsede i løbet af ejerperioden, og den forhindrer store uforudsete forøgelser af skattebetalingen i ejerperioden. Samtidigt sikrer rentetilægget til den udskudte skat, at der ikke er en fordel ved at udskyde salget af en bolig med henblik på at udskyde betalingen af den indefrosne ejendomsskat. På langt sigt mister staten således ikke penge ved at tillade en indefrysning af overskydende ejendomsskat. Ved at give den indefrosne skat prioritet foran al anden gæld mindsker man endvidere mulighederne for at belåne stigende friværdier under et opsving.
- Den omtalte mulighed for indefrysning af overskydende ejendomsskat overflødiggør den nuværende regel for begrænsning af den årlige stigning i grundskylden. Denne regel kan derfor afskaffes.

Fordele ved forslaget

Den foreslåede model for ejendomsbeskatning betyder, at de skyldige skatter vil stige og falde relativt hurtigt i takt med udsvingene i boligpriserne, fordi de offentlige ejendomsvurderinger hurtigt vil blive justeret i lyset af den konstaterede udvikling i de fakti-

18. Ejendomsværdiskatten betales efter vurderingen i 2002 (eller 2001 plus 5 pct.). Da ejendomsværdierne i dag er højere end i 2002 er den effektive skattesats, set i forhold til vurderingen i dag ca. 60 pct. at den formelle skattesats.

19. 1,8 er beregnet som 60 pct. af 3.

ske markedspriser. Det vil bidrage til at stabilisere udviklingen i boligpriserne og den generelle konjunkturudvikling. Samtidigt sikrer indefrysningens mulighed som nævnt boligejerne mod store udsving i den løbende likviditetsbelastning, uden at det offentlige derved mister provenu (regnet i nutidsværdi). I hele ejerperioden kan den samlede løbende udgift til grundskyld og ejendomsværdiskat som nævnt ikke stige hurtigere end satsreguleringsprocenten, der afspejler den generelle stigning i lønninger og overførsler.

Alternativet til at basere beskatningen på ejendomsvurderinger er at gå over til en såkaldt realisationsbeskatning, hvor boligejerens endelige skat afhænger af forskellen mellem den oprindelige købspris for boligen og den pris, der realiseres ved et efterfølgende salg af boligen. En realisationsbeskatning vil imidlertid tilskynde til at udskyde salget af boligen, når den er steget i pris, fordi man derved kan udskyde skattebetalingen. Det vil hæmme mobiliteten på bolig- og arbejdsmarkedet. Derfor lægger vi op til at fastholde ejendomsvurderingerne som grundlag for beskatningen, selv om vurderingerne naturligt vil være forbundet med usikkerhed. Til gengæld kan boligejerne som nævnt få sikkerhed for, hvor meget deres løbende udgift til ejendomsskatter maksimalt kan stige fra år til år, mens de bor i deres bolig.

Skattestoppet har medført store geografiske forskelle i den reelle ejendomsværdiskat. Målt i forhold til ejendomsværdierne er den gennemsnitlige skat fx relativt høj i Viborg Amt, men relativt lav i gennemsnit nord for København. Men også inden for kommuner er der store forskelle i den reelle beskatning. Den foreslåede boligskattemodel retter op på disse skævheder, men det betyder også, at ejendomsværdiskatten reelt sættes op for nogle boligejere og ned for andre. De boliger, som er steget mest i værdi siden indførelsen af skattestoppet, vil således opleve en stigning i boligbeskatningen, mens de boliger, som ikke er steget i værdi, vil opleve et fald i beskatningen. Modellen kan evt. indføres samtidigt med det nye ejendomsvurderingsvurderingssystem, dvs. fra 2017. Den kan kombineres med en overgangsordning, der gradvist indfører stigninger og fald i ejendomsværdiskat for de enkelte boligejere.

Modellen medfører på længere sigt et højere skatteprovenu end i en situation, hvor skattestoppet fastholdes, og ejendomsværdiskatteprovenuet gradvist udhules. Provenuet kan fx medgå til at sikre lavere skat på andre områder. Som en del af reformen kan man overveje at aflyse den fremtidige stigning i grundskylden, som fortsat ligger og venter for mange boligejere som følge af stigningsbegrænsningsreglen og stigende grundværdier især i perioden frem mod krisen.

**Realisations-
beskatning kan føre
til fastlåsning**

**Geografiske
forskelle i effektiv
beskatning**

**Faldet i
skatteprovenu
stoppes**

Baggrundsrapporter og -notater anvendt i dette kapitel

- Heebøll, C. (2014a): De nye låneformer, kreditpolitik og effekten på boligpriser i storbyerne.
- Heebøll, C. (2014b): Monetær stress i euroområdet og Danmark.
- Heebøll, C. (2014c): Regional Danish housing booms and the effects of financial deregulation and expansionary economic policy.
- Heebøll, C. og Larsen, R. B. (2014): Privatforbrug og realøkonomiske effekter af boligprisudsving.
- Heebøll, C., Larsen, R. B. og Schultz, E. A. (2013): Regionale forskelle i ejendomsbeskatningen.
- Larsen, R. B. (2014): Ejendomsskattegrundlaget.
- Schultz, E. A. (2014): Fordelingseffekter af skattestoppet på ejerboliger.



5. Kreditgivningen og konjunkturudsvingene

Boks 5.1 Hovedkonklusioner

- Virksomheder vil ofte opleve kreditten som begrænset, "rationeret", da bankerne ikke har et fuldstændigt kendskab til låntagerne, og derfor naturligt vil være tilbageholdende med udlån. Graden af kreditrationering svinger imidlertid typisk med konjunkturerne på en måde, der forstærker konjunkturbevægelserne.
- Kreditpolitikken var meget lempelig i 2007, hvor langt de fleste låneansøgninger blev efterkommet, men blev strammet væsentligt frem til 2009/2010.
- I 2007 var Danmark således blandt de EU-lande, hvor flest låneansøgninger fra små og mellemstore virksomheder blev imødekommet i pengeinstitutterne. Men i 2010 var Danmark blandt de lande med færrest godkendte ansøgninger i pengeinstitutterne.
- Opstramningen af kreditpolitikken har svækket konjunkturerne. Men problemet blev i høj grad skabt i årene op mod krisen, hvor kreditgivningen var meget lempelig og fremstod som ukritisk.
- Størstedelen af faldet i acceptraten på låneansøgninger fra 2007 til 2009/2010 kan henføres til en strammere kreditpolitik og større tab i bankerne, mens ændringer i virksomhedernes egen kreditværdighed ikke har spillet nogen større rolle. Jo større tab, banken har været udsat for, jo sværere var det for bankens små og mellemstore virksomhedskunder at få godkendt en låneansøgning.
- Pengeinstitutternes solvensbuffer, dvs. forskellen mellem deres faktiske egenkapital og det lovfæstede kapitalkrav, og deres indlånsunderskud havde også betydning for kreditgivningen. Institutter med lav solvensbuffer og stort indlånsunderskud reducerede udlånsvæksten mest under finanskrisen. Og jo større indlånsunderskud, jo større var den nedgang i udlånsvæksten, som en lav solvensbuffer gav anledning til.
- Kredittilgængeligheden for virksomhederne afhænger af geografiske forhold, branche og størrelse. Der er tegn på, at det for helt små virksomheder i udkantskommuner kan være sværere at opnå lån end for sammenlignelige virksomheder i andre dele af landet. Det kan dog være velbegrundet, at der er sådanne forskelle i kreditpolitikken, fx hvis en branche eller et område står over for en særligt stor afmatning.

Boks 5.2 anbefalinger

- Der er brug for instrumenter, der kan dæmpe udsvingene i kreditgivningen. Dette understøtter anbefalingerne i de følgende kapitler: Kapitalkravene bør være højere og med et klart cyklisk element (kapitel 6), der bør være videre rammer for brugen af den modcykliske kapitalbuffer (kapitel 7), der bør stilles tilstrækkelige krav i forbindelse med bankernes genopretnings- og afviklingsplaner (kapitel 8), og der bør være mindre fleksibilitet i EU's Krisehåndteringsdirektiv.

5.1 Kreditudviklingen

Finansiell sektor central

Den finansielle sektor spiller en helt central rolle i at sikre, at der formidles kredit til danske virksomheder og husholdninger. Derfor er det også vigtigt at sektorens rammebetingelser er rigtig indrettet. Særligt vigtigt er det, at det finansielle system også virker godt, når der er lavkonjunktur. Dvs. at sektoren har opbygget så megen modstandskraft, at den fortsat kan låne ud til virksomheder og husholdninger, selv om konjunkturerne er svage. Hvis kreditpolitikken strammes markant når der er finansiell uro kan det forstærke og forlænge en krisesituation.

Naturligt at også kreditudbud varierer med konjunkturerne

Det er naturligt, at institutternes kreditpolitik i et vist omfang svinger med konjunkturerne. Instituttets usikkerhed om en virksomheds situation vil fx typisk være højere under en lavkonjunktur end under en højkonjunktur. Værdien af de aktiver, som der stilles sikkerhed i, følger også konjunkturerne. Begge dele medfører konjunkturmedløbende kreditpolitik. Det er en del af en normal konjunkturudvikling.

Store udsving uheldige

Hvis der i en periode opstår meget stor optimisme og en fornemmelse af, at risici er små, kan kreditpolitikken imidlertid blive ukritisk. Der kan også være pres fra markedet, ledelse og aktionærer for at vinde markedsandele, og sikre god performance sammenlignet med konkurrenterne, uden tilstrækkeligt fokus på robusthed over for den næste lavkonjunktur. Konsekvensen kan være, at der gives lån til mange projekter, som - når konjunkturerne vender - kommer i problemer på samme tid. Det kan fx være ejendomsprojekter, hvor rentabiliteten kan blive hårdt ramt af store fald i boligpriserne. Store tab og fald i aktivernes værdi smitter af på institutterne, der kan blive nødt til at stramme kraftigt op i deres kreditpolitik, med negative effekter på økonomien til følge. Effekterne kan forstærkes af konjunkturmedløb i den finansielle regulering. Frem mod krisen blev reguleringen lempet, og under den efterfølgende lavkonjunktur er den strammet op. Det skal helst undgås fremover.

Instrumentvalg afhænger af udsvingets årsag

Kraftigt konjunkturmedløb i virksomhedernes muligheder for at få kredit er problematisk, og det er en myndighedsopgave at mindske dette problem. Men instrumentvalget afhænger af årsagen til udsvinget. Hvis udsvinget skyldes forhold i bankerne, er det fx relevant at overveje konjunkturafhængige kapitalkrav – evt. ved at tage den modcykliske kapitalbuffer i brug. Denne buffer sigter netop på at sikre, at institutterne er velkonsoliderede når økonomien vender. Hvis kreditpolitikken strammes fordi boligmarkedet (og dermed belåningsgrundlag mv) falder kraftigt, er det en anden sag. Så handler det mere om at stabilisere boligmarkedet, hvis der i øvrigt er behov for det.

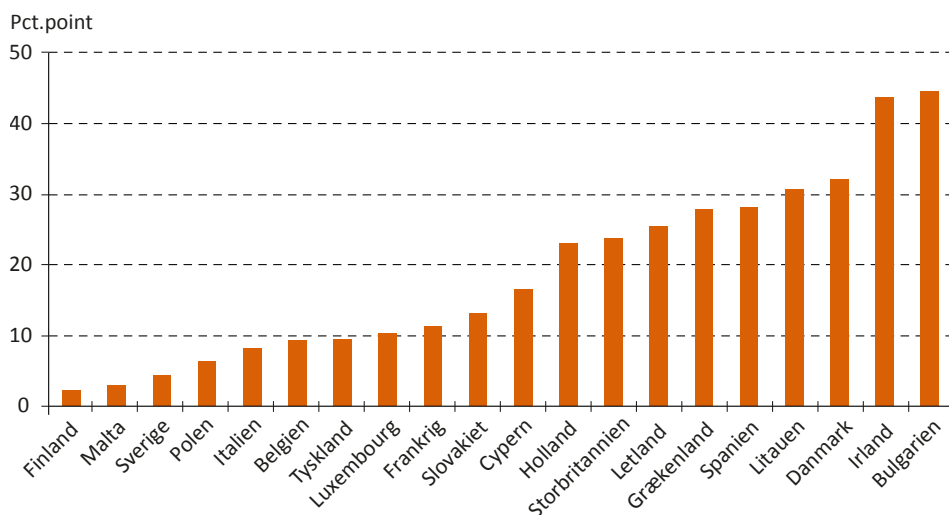
Typisk vil virksomhederne være kreditbegrænsede

Kreditinstitutterne har ikke fuldt kendskab til deres kunder. Desuden har kunderne – fx virksomhederne - en tilskyndelse til at gardere sig mod egne tab, men ikke mod tab for banken. Dette såkaldte kontrolproblem betyder, at banken vil være mere tilbageholdende med at låne penge ud sammenlignet med en hypotetisk situation uden et kontrolproblem. Derfor vil virksomheder typisk opleve, at banken er tilbageholdende med at låne ud, selv om virksomheden mener, at den har et rentabelt projekt. Under normale konjunkturudsving - dvs. ikke under og omkring finanskrisen - vil virksomhederne således opleve en stor eller en lille kreditbegrænsning. Der er ikke meget, myndighederne kan gøre ved dette kontrolproblem. Bankerne forsøger at reducere problemet fx ved at kræve, at virksomheden også selv stiller risikovillig kapital til rådighed.

Sammenlignet med andre lande var kreditomslaget særligt stort i Danmark, jf. figur 5.1. Op mod krisens udbrud hørte Danmark til i gruppen af lande, hvor pengeinstitutterne imødekom flest låneansøgninger. I 2010 hørte Danmark imidlertid til i gruppen af lande, hvor færrest låneansøgninger blev imødekommet. Samlet set blev det danske fald i andel godkendte låneansøgninger kun overgået af Irland og Bulgarien. Faldene i Sverige og Finland var til sammenligning negligerbare.

**Særligt stort omslag
i Danmark**

Figur 5.1
Omslag i andel imødekomne låneansøgninger fra 2007 til 2010



Anm.: Data stammer fra en spørgeskemaundersøgelse om små- og mellemstore virksomheders oplevelse af deres kreditsituation.

Kilde: Europa-Kommissionen (2014): SME Access to Finance Index. http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/enterprise-finance-index/index_en.htm

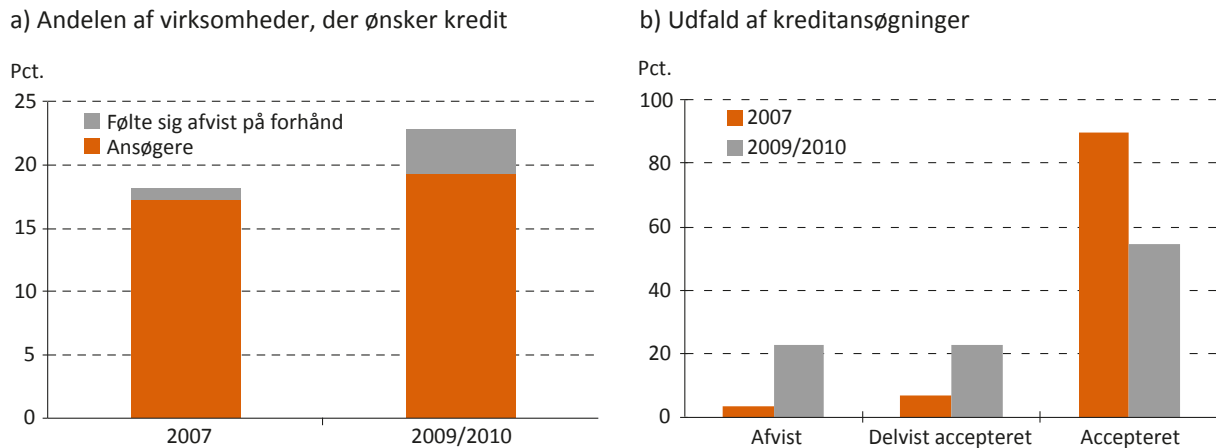
I 2007 blev op mod 90 pct. af låneansøgningerne efterkommet fuldt ud. I 2009/2010 var denne andel faldet til 55 pct., jf. figur 5.2b.¹ Der var flere virksomheder, der ønskede og søgte om kredit i 2009/2010 end i 2007, jf. figur 5.2a. Men en stigende andel af virksomhederne undlod at søge om kredit i banken, fordi de forventede at få afslag, eller at vilkårene ville være ufordelagtige. I 2009/2010 var det ca. 3,4 pct. af virksomhederne, som ønskede kredit, men undlod at søge. Denne andel udgjorde kun en pct. i 2007.

**Stigende ønske om
kredit**

Der har således været en stigning både i den ønskede og ansøgte kredit i de virksomheder, som deltog i spørgepanelet, mens mulighederne for at få kredit blev svækket. Det peger altså på at efterspørgslen efter kredit i disse virksomheder var konjunkturmodløbende, måske fordi krisen gav dem særlige likviditetsproblemer.

1. Baseret på Danmarks Statistiks kreditundersøgelse. Undersøgelsen omfatter små og mellemstore virksomheder, der ikke gik konkurs under finanskrisen. Se Sørensen m.fl. (2014) i baggrundsrapporten for en uddybning af undersøgelsen.

Figur 5.2
Virksomhedernes ønske om kredit og udfaldet af deres ansøgninger

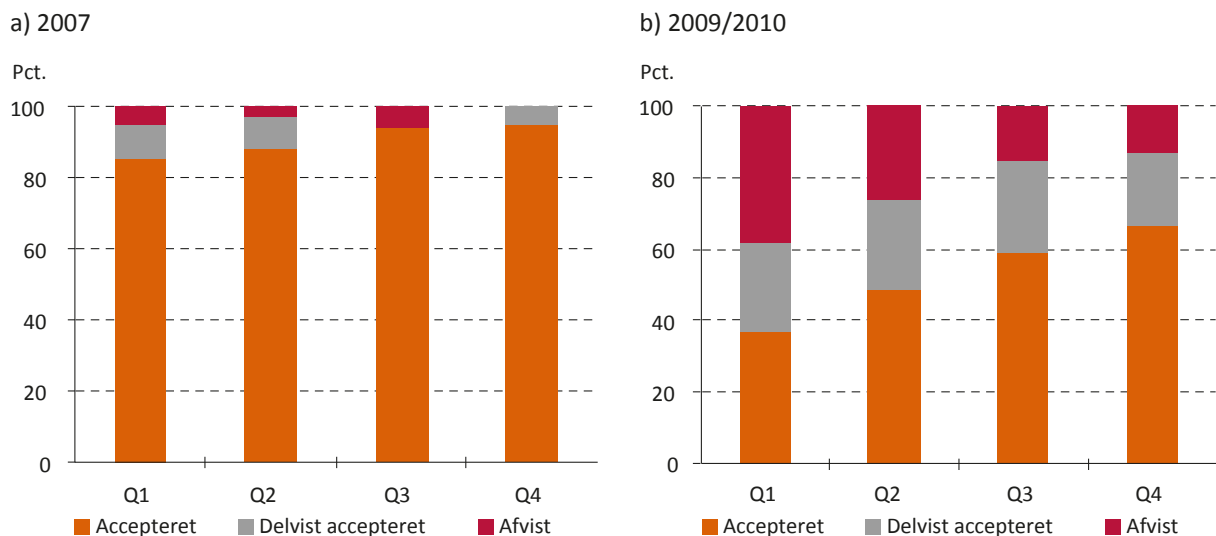


Anm.: Data stammer fra en spørgeskemaundersøgelse fra Danmarks Statistik om små- og mellemstore virksomheders oplevelse af deres creditsituation.
Kilde: Sørensen m.fl. (2014) i baggrundsrapporten.

Rating har fået større betydning

Vi har indsamlet en række oplysninger om de virksomheder, der indgår i spørgeskemaundersøgelsen, herunder en vurdering af deres rating baseret på bl.a. regnskabsoplysninger, dvs. et mål for deres kreditværdighed. Både i 2007 og i 2009/10 havde virksomheder med højere kreditrating større sandsynlighed for at få imødekommet deres lånsøgning, jf. figur 5.3.² Men sandsynligheden for at få ja til en lånsøgning var klart større i 2007 end i 2009/2010, uanset om man havde en relativt lav eller en relativt høj rating. Kreditpolitikken fremstår således meget lempelig i 2007.

Figur 5.3
Udfald af lånsøgninger fordelt på ratings



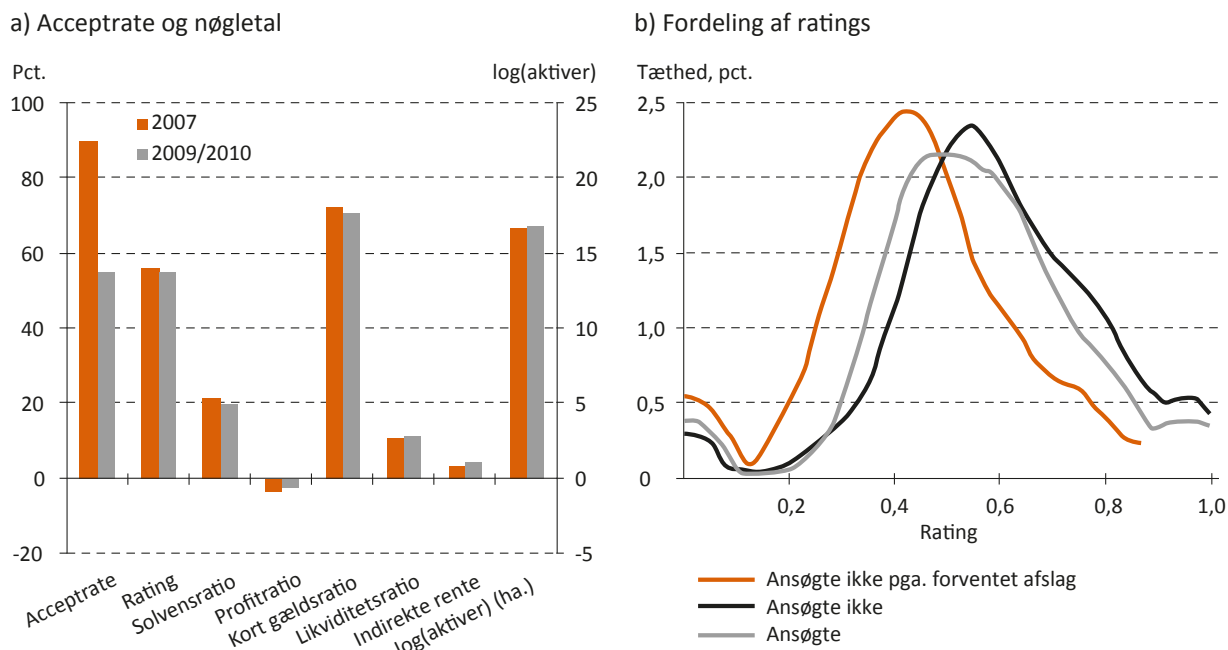
Anm.: Data stammer fra en spørgeskemaundersøgelse om små- og mellemstore virksomheders oplevelse af deres creditsituation. Grupperne på førsteaksen er inddelt efter hhv. 25 pct., 50 pct. og 75 pct. kvartilerne af kreditratings i 2009/2010.
Kilde: Sørensen m.fl. (2014) i baggrundsrapporten.

2. Kreditrating et mål for virksomhedernes kreditværdighed, som er baseret blandt andet på regnskabstal, men som nævnt i boks 1 medtages ikke markeds- og makroinformation.

Det er tilsyneladende ikke generelt dårligere nøgletal i virksomhederne, der har været afgørende for den lavere kreditgivning. Låneansøgerne havde kun marginalt lavere rating og solvensprocent i 2009/2010. Deres profit var lidt højere, de var i gennemsnit lidt større, havde mindre gæld med kort løbetid og var mere likvide, jf. figur 5.4a.

**Ikke væsentligt
dårligere nøgletal i
virksomhederne**

Figur 5.4
Kreditpolitikken og virksomhedernes nøgletal



Anm.: Data stammer fra en spørgeskemaundersøgelse om små- og mellemstore virksomheders oplevelse af deres kreditsituation. Nøgletal er defineret nedenfor:

Solvensratio = Egenkapital/Samlede aktiver
 Profitratio = Resultat før skat og finansielle poster/Omsætning
 Kort gældsratio = Kortsigtet gæld/Samlet gæld
 Likviditetsratio = Likvide midler/Samlede aktiver
 Indirekte rente = Renteudgifter/Samlet gæld

Figur a) viser, hvordan nøgletal og acceptrate har udviklet sig for de virksomheder, der indgår i undersøgelsen.

Figur b) Viser fordeling af ratings blandt virksomheder, der "ansøgte", "ansøgte ikke" eller "ansøgte ikke pga. forventet afslag". Ratingen blandt de virksomheder, der ikke søgte pga. forventet afslag var fx dårligere end de øvrige. Dvs. der er et element af selvseleksion i ansøgningerne. Rating opgøres i figuren på en skala fra nul til et, hvor en høj rating er udtryk for en høj kreditværdighed.

Kilde: Sørensen m.fl. (2014) i baggrundsrapporten.

En af årsagerne til, at virksomhedernes økonomi forekommer upåvirket af krisen, er, at der er et element af selvseleksion i, hvem der ansøger om lån i banken. Virksomheder, som undlader at søge lån, fordi de forventer afslag eller dårlige lånevilkår, har en væsentlig ringere rating end dem, der søger lån, jf. figur 5.4b. Derimod har de virksomheder, som ikke søgte banklån, en bedre rating.

**Dårligt ratede giver
op på forhånd**

5.2 Bankernes solvens og omslag i udlån

Danske pengeinstitutter reducerede deres udlån efter krisen. Pengeinstitutterne tabte dermed store markedsandele til realkreditsektoren, som var i stand til at øge udlånet. Det peger på, at der efter krisen trods alt har været rimelig adgang til kredit for dem, som fortsat havde fast ejendom der kunne belånes. Den meget stramme kreditpolitik under krisen knytter sig således især til pengeinstitutterne.

**Pengeinstitutternes
udlån faldt, men
realkredit holdt
stand**

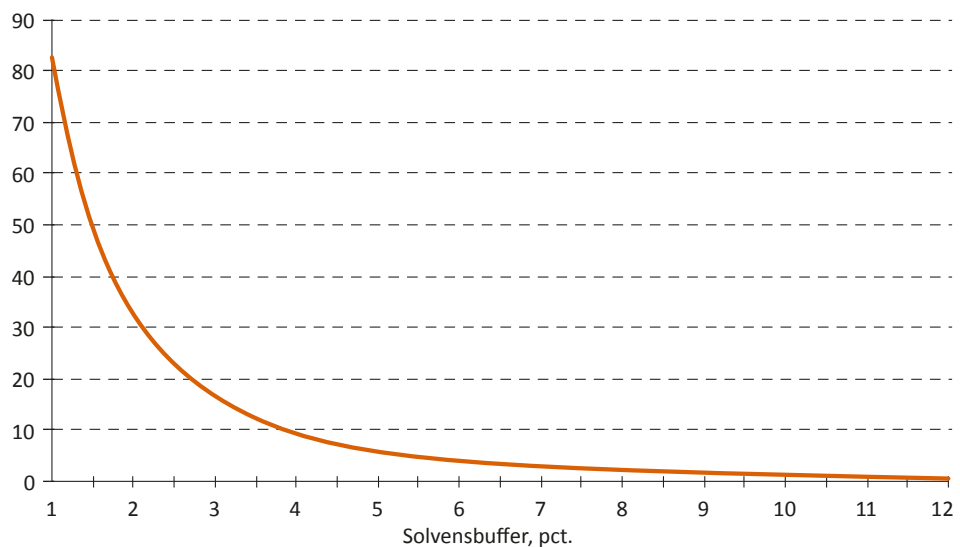
Omslag hænger sammen med indlånsunderskud og solvens
Størst effekt ved lav solvens

Pengeinstitutter med lav solvensbuffer og stort indlånsunderskud i 2007 reducerede udlånsvæksten mest efter krisen, jf. figur 5.5. Dette peger på, at der er et udbudsdrivet element i nedgangen i kreditgivningen i 2009 og 2010.³

Effekten er ikke-lineær: Den er betydelig for institutter med solvensbuffere under tre til fire pct.point, men mindre vigtig hvis bufferen er over ca. seks pct.point. Et institut med en solvensbuffer på under to pct.point i 2007 har alt andet lige reduceret væksten i udlånene med mellem 50 og 90 pct.point mere end et institut med en solvensbuffer på 12 pct.point.⁴

Figur 5.5
Fald i udlånsvækst som funktion af solvensbufferen i 2007

Fald i udlånsvækst, pct.



Anm.: Faldet i udlånsvækst opgøres som forskellen mellem udlånsvæksten fra 2008 til 2010 og udlånsvæksten fra 2004 til 2008 normeret med balancen i 2004. Solvensbufferen måles som solvensprocenten minus det regulatoriske krav på otte pct. Kurven er konstrueret på baggrund af en modelberegning af faldet i udlånsvækst.
 Kilde: Kraka (2014c) i baggrundsrapporten.

Kombination af lav solvens og stort indlånsunderskud særlig vigtig

Effekten på nedgangen i udlånsvæksten af lav solvens er størst for institutter, som samtidigt opbyggede store indlånsunderskud under højkonjunktoren: Jo større indlånsunderskud, jo større er den nedgang i udlånsvæksten, som en lav solvensbuffer giver anledning til. Desuden peger analysen på, at hvis solvensbufferen var tilstrækkelig høj, så kunne et pengeinstitut have et stort indlånsunderskud uden, at det gav anledning til et større omslag i udlånspolitikken.

Tegn på at modcyklisk buffer kan være hensigtsmæssig

Disse analyser peger på, at strukturelle forhold omkring pengeinstitutterne har en selvstændig betydning for kreditgivningen og derfor kan medvirke til konjunkturmedløbende effekter. Analysen indikerer derfor, at bedre kapitalisering og brug af en modcyklisk kapitalbuffer kunne have været et velegnet instrument til at dæmpe nedgangen i nogle af pengeinstitutternes udlånsvækst under krisen.⁵

3. Denne analyse inddrager ikke, at der eventuelt på efterspørgselssiden kan være forskelle i udfordringerne på tværs af banker, fx fordi der er forskel på kundegrupperne i de forskellige banker. Resultaterne er derfor indikative. Læs mere om analysen i Kraka (2014c) i baggrundsrapporten.
 4. Der var 28 institutter, som havde solvensbuffer under seks pct.point i 2007, og kun fem der havde en buffer under tre pct.point. Det betyder, at sammenhængen mellem solvensbufferne i den lave ende og omslag i udlånet er usikkert bestemt, hvilket også indikeres af figuren.
 5. Langt de fleste institutter havde dog en solvensbuffer, som var større end det maksimale niveau for den modcykliske buffer på 2,5 pct. af de risikovægtede poster under de nuværende regler, jf. kapitel 6.

5.3 Skyldtes kredittilbageslaget udlånspolitikken eller virksomhederne?

Ovenstående analyse peger i retning af, at en del af kreditomslaget kan skyldes forhold i pengeinstitutterne. Analysen inddrager ikke informationer om bankernes kunder, så det kan ikke udelukkes, at en del af tilbageslaget skyldes forskelle i kundesammensætningen på tværs af banker. Vi har derfor i en større sammenhængende analyse inddraget informationer om bankernes økonomi, kunderne og kundernes kreditværdighed.⁶

Normalt vil man forvente, at en svækkelse af konjunkturerne vil medføre mindre efterspørgsel efter kredit i virksomhederne. Behovet for at få lån til fx investeringer bliver mindre. Vores analyse nuancerer dette billede, idet der for de små- og mellemstore virksomheder ser ud til at være et modcyklisk element i kreditefterspørgslen: Der var flere virksomheder, der ønskede lån i banken i 2009/2010 end i 2007, jf. figur 5.2a. Det kan afspejle at virksomhederne var ramt af likviditetsproblemer, og måske at andre kreditlinjer blev svækket.

Analysen viser, at muligheden for at få et lån i banken påvirkes af interne forhold i banken – hvis en bank er hårdt ramt af krisen, er det vanskeligere for erhvervskunderne at få lån. Sidst men ikke mindst peger analysen på, at branchetilknytning, virksomhedsstørrelse og geografisk placering kan have spillet en rolle for virksomhedernes adgang til kredit.

Acceptraten var som nævnt på knap 90 pct. i 2007, jf. tabel 5.1. Men hvis udlånspolitikken i 2007 havde været som i 2009/2010, ville acceptraten imidlertid kun have været på knap 63 pct.⁷ Dvs. 27 pct.point flere ville have fået afvist eller delvist afvist deres lånsøgning i 2007. Det betyder, at ca. 75 pct. af faldet i acceptraten fra 2007 til 2009/2010 kan tilskrives den strammere kreditpolitik i institutterne. Den hypotetiske acceptrate i 2007, dvs. med kreditpolitikken fra 2009/2010, er således kun 9,5 pct.point højere end acceptraten i 2009/2010. Andre forhold - udviklingen i virksomhedernes økonomi og bankernes tab på udlån – kan altså kun forklare ca. 25 af faldet i den samlede acceptrate.

Der var stigende kreditefterspørgsel i nogle virksomheder

Flere faktorer afgørende for succes-sandsynlighed

Tre fjerdedele af faldet i acceptraten skyldes kreditpolitikken

Tabel 5.1

Udviklingen i låneacceptrater fra 2007 til 2009/2010

	Afslået	Delvist accepteret	Accepteret
	----- Pct. -----		
Faktisk 2007	4,0	5,9	90,1
Faktisk 2010	22,0	24,6	53,4
Forskel	18,1	18,6	-36,7
2007 med kreditpolitikken fra 2009/2010	15,1	22,0	62,9
Ændring pga. højere kreditstandarder	11,2	16,1	-27,2
Ændring pga. ratings, tabsprocent i primær bankforbindelse og selektion	6,9	2,6	-9,5

Anm.: Data stammer fra en spørgeskemaundersøgelse om små- og mellemstore virksomheders oplevelse af deres kredit-situation.

6. Jf. Sørensen m.fl. (2014) i baggrundsrapporten. Analyserne tager udgangspunkt i spørgeskemaundersøgelser fra Danmarks Statistik, Dansk Industri og Dansk Byggeri, samt registerbaserede oplysninger om virksomhederne og deres bank.
7. Der er i analysen kontrolleret for en lang række nøgletal i virksomheder og banker, jf. Sørensen m.fl. (2014) i baggrundsrapporten.

Analysen tyder altså på, at det i høj grad er forhold i bankerne, som er afgørende for ændringen i kreditadgangen. Dette har været med til at skubbe unødigt til økonomien under højkonjunktoren og derfor forstærket tilbageslaget under krisen.

Kreditopstramning var formentlig nødvendig

Den meget høje acceptrate forud for krisens udbrud indikerer, at udlånspolitikken var for lempelig. Dvs. det har sandsynligvis været hensigtsmæssigt, at udlånspolitikken er blevet strammet op. I sammenligning med andre lande var tilbageslaget i kreditgivning i Danmark i 2010 dog blandt de største, jf. figur 5.1.

5.4 Geografi, branche og størrelse

Kan være gode grunde til forskelle

Kreditvurderingen af virksomhederne kan være afhængig af branchetilknytning, størrelse og geografisk placering. En virksomheds rating udtrykker virksomhedens aktuelle økonomiske situation, men ikke nødvendigvis virksomhedens fremtidsudsigter. Og det kan fx være velbegrunder, at en bank er mere tilbageholdende med at låne ud til virksomheder i en branche eller i en bestemt del af landet, der generelt er i tilbagegang. En sådan generel tilbagegang er ikke nødvendigvis afspejlet i virksomhedens rating. Tilsvarende gælder for nystartede virksomheder, hvor ejerne endnu ikke har bevist, at de kan drive en forretning.⁸

Store virksomheder får lettere lån

Vores analyser peger på, at større virksomheder oftere søger lån i banken end mindre virksomheder.⁹ Desuden viser resultaterne, at virksomhedens kreditrating har betydning for, om en låneansøgning efterkommes. Det betyder, at størrelsen af virksomheden også har en effekt på acceptraten igennem størrelsens betydning for virksomhedens kreditrating. Det indikerer altså, at der er en positiv sammenhæng mellem virksomhedens størrelse og sandsynligheden for at få et lån i banken. Det er næppe urimeligt idet virksomhedsstørrelse kan ses som objektiv indikator for kreditværdighed: Store virksomheder kan i større grad absorbere tab på enkelte projekter, og i gennemsnit har de en lavere konkurssandsynlighed.

Også geografi har betydning ...

Vi finder desuden, at geografisk placering og branche spiller en selvstændig rolle for virksomhedernes adgang til at få lån. Sandsynligheden for at få en låneansøgning godkendt i banken er ca. 20 pct.point større for de virksomheder, som er lokaliseret i Region Syddanmark og Midtjylland sammenlignet med Region Hovedstaden, jf. figur 5.6a. Disse regionale forskelle i kreditpolitikken kan ses i sammenhæng med, at banker for de virksomheder, der er lokaliseret på Sjælland og i hovedstadsområdet, i gennemsnit havde langt større tab og hensættelser end andre steder i landet, jf. figur 5.6b.

... og branche

Der er tegn på, at informations- og kommunikationsbranchen har lavere sandsynlighed for at få et lån, jf. figur 5.6c. Dette kan måske afspejle, at denne branche kun i begrænset omfang har mulighed for at stille sikkerhed, og derfor sammenlignet med andre brancher kan have vanskeligere ved at opnå kredit¹⁰. Desuden kan det spille en rolle, at virksomhederne i denne branche er kunder i banker med høje tab på udlån, jf. figur 5.6d.

8. Det har ikke været muligt at inddrage data for virksomhedernes fremtidsudsigter, og det kan ikke udelukkes, at inddragelse af en sådan viden ville kunne føre til, at en større del af tilbageslaget skyldes forhold i virksomhederne.

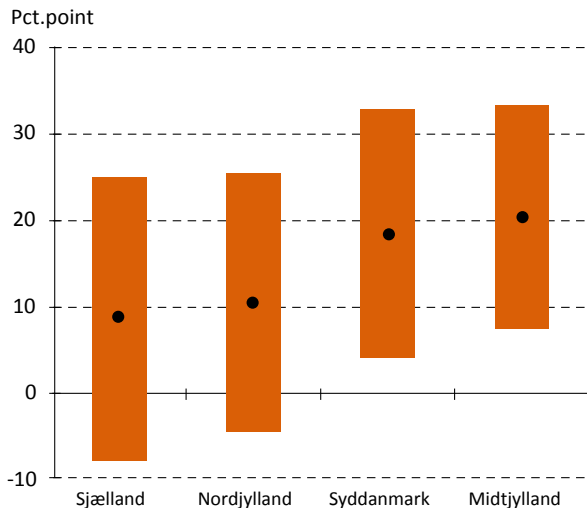
9. Der refereres her til større virksomheder indenfor gruppen af virksomheder kendt som "Small and Medium Sized Enterprises" (SME), jf. Sørensen m.fl. (2014).

10. Kreditrating et mål for virksomhedernes kreditværdighed, som er baseret blandt andet på regnskabstal, men som nævnt i boks 1 medtages ikke markeds- og makroinformation. På grund af den manglende markedsværdi er der derfor udviklet et mål for virksomhedernes evne til at stille sikkerhed i fast ejendom. Denne proxy findes dog ikke signifikant og er derfor ikke medtaget i fremstillingen.

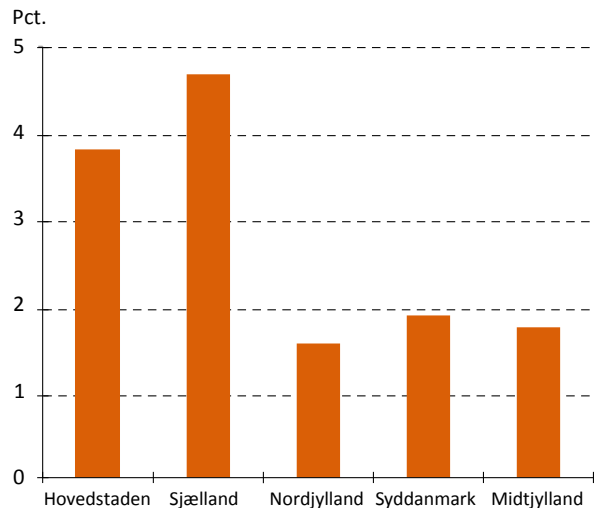
Figur 5.6

Betydningen af låneansøgernes geografiske placering og branche for acceptraten i 2009/2010.

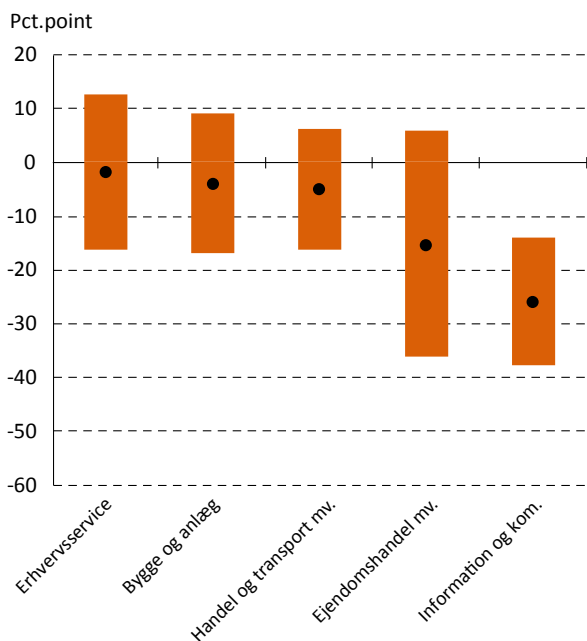
a) Marginal effekt af geografisk placering¹



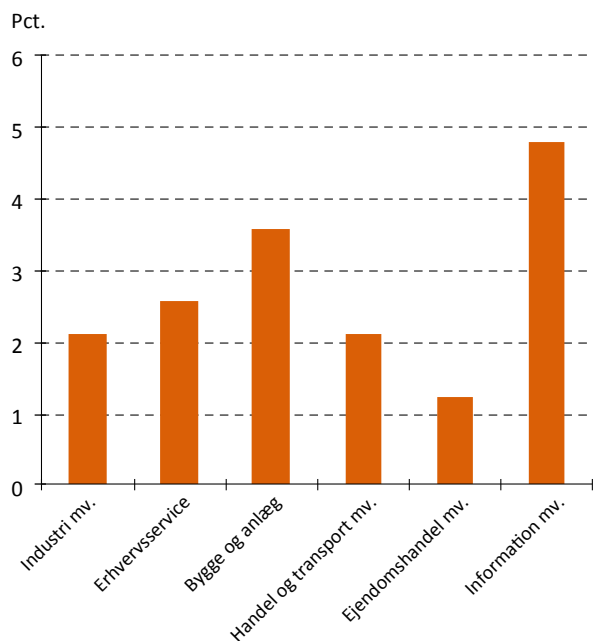
b) Gns. tab i primær bankforbindelse fordelt på låneansøgernes geografiske placering²



c) Marginal effekt af branche¹



d) Gns. tab i primær bankforbindelse fordelt på låneansøgernes branche²



Anm.: Data stammer fra en spørgeskemaundersøgelse om små- og mellemstore virksomheders oplevelse af deres kreditsituation. De markerede intervaller i figur a) og c) angiver 95 pct. konfidensbåndet.

1) De marginale effekter angiver ændringen i acceptraten af den geografiske placering og af branchen ift. referencegruppen. I figur a) er referencegruppen "Hovedstaden" og i figur c) er referencegruppen "Industri, råstofudvinding og forsyning".

2) Tab i pct. af udlån.

Kilde: Sørensen m.fl. (2014) i baggrundsrapporten.

Der er tegn på, at små virksomheder i udkantskommuner kan have sværere ved at opnå kredit end tilsvarende virksomheder andre steder, jf. tabel 5.2. Hvis virksomheden fx har en størrelse, der svarer til ca. 1 mio. kr. målt på samlede aktiver, og virksomheden er placeret i en udkantskommune, kan sandsynligheden for at få godkendt en låneansøgning

Sværere for helt små virksomheder i udkantskommuner

alt andet lige opgøres til 51 pct. i 2009/2010. For en virksomhed med samme størrelse og kreditværdighed, som ligger i en af de øvrige kommuner, er sandsynligheden for at få godkendt en låneansøgning på 82 pct. Disse resultater skal dog tolkes forsigtigt, idet der er tale om få virksomheder.

Tabel 5.2
Sandsynlighed for at få lån for små virksomheder i forskellige landsdele i 2009/2010

	Udkants- kommune ¹	Geografisk center ²	Øvrige
	----- Pct. -----		
Afslået	22,1	14,8	4,9
Delvist accepteret	26,9	23,3	13,3
Accepteret	51,0	61,9	81,9

Anm.: Data stammer fra en spørgeskemaundersøgelse om små- og mellemstore virksomheders oplevelse af deres kredit-situation. Datagrundlaget er forholdsvis spinkelt, når det på den måde bruges til at vurdere kreditpolitik for mindre segmenter af virksomheder. Resultaterne skal dog tolkes forsigtigt, idet der er tale om få virksomheder.

- 1) En "udkantskommune" defineres her som en kommune, hvis største by har mindre end 30.000 indbyggere, og som ligger mere end 40 km fra nærmeste såkaldte "geografiske center".
- 2) Hovedstadsområdet, Aarhus Kommune, Odense Kommune, og Aalborg Kommune er geografiske centre.

Kilde: Sørensen m.fl. (2014) i baggrundsrapporten.

Baggrundsrapporter og -notater anvendt i dette kapitel

Hauch, J. (2014): Finansielle cykler.

Jensen, L. (2014d): Overgang til IFRS: Konsekvenser for udlånspotentialer.

Kraka (2014c): Udlån under krisen: Sammenhæng med indlånsunderskud og solvens-buffer.

Sørensen, P. (2014b): Hvad er kreditklemmer?

Sørensen, P., Larsen, R. B. og Christiansen, J.K. (2014): Kreditpolitik før og under krisen: En empirisk analyse.

kraka



6. Kapitalkrav

Boks 6.1 Hovedkonklusioner

- Kreditinstitutter, særligt de systemisk vigtige institutter, er lavt kapitaliseret, dvs. de har lav egenkapital i forhold til deres balance både i historisk sammenhæng og i forhold til andre virksomheder.
- Der vil være en række fordele ved at styrke kapitaliseringen af danske pengeinstitutter. Højere minimumskrav til institutternes kapitalgrundlag tilskynder til sund drift i gode tider og giver mindre risiko for, at staten igen må give store garantier i en krisesituation. Endvidere giver en stor solvensbuffer mindre risiko for kreditklemmer, da den gør det muligt for institutterne at bære store tab, uden at deres solvens bliver truet. Analyserne viser det er billigt for institutterne at øge kapitaliseringen, især hvis det sker under normale eller gode konjunkturer.
- Kravene til basiskapital for SIFI'er er strammet med de nye regler, der indføres frem mod 2019. Men på trods af de seneste stramninger vil basiskapitalkravene for SIFI'er reelt ikke være mærkbart højere end i 2006. Det skyldes, at SIFI'er i 2007/2008 fik en meget stor "teknisk" lempelse af kapitalkravene som følge af overgang til interne beregningsmetoder (såkaldte IRB-metoder) til opgørelse af risikovægte på deres aktiver. Den konstaterede stigning i solvensprocenten fra 2006 og 2012 for SIFI-institutterne kan således umiddelbart henføres til ændrede opgørelsesprincipper.
- De nye kapitalkrav til SIFI'erne virker derfor først og fremmest ved, at der fremover stilles krav om, at basiskapital i højere grad skal bestå af egentlig kernekapital og i mindre grad af supplerende kapital og hybrid kernekapital. Der er ikke grundlag for at sige, at danske SIFI-institutter er pålagt større kapitalkrav end mindre institutter, hvilket ellers har været et centralt sigte med den nye regulering. Det skyldes, at kapitalkravene for de to grupper beregnes ved brug af forskellige metoder til opgørelse af risikovægtene på institutternes aktiver.
- Der er mange udfordringer ved opgørelsen af risikovægte. Bl.a. er der fra politisk side indført lempeligere opgørelsesmetoder for at tilgodese forskellige grupper. Det reducerer kapitalkravene og gør systemet uigennemsigtigt. Samtidig er det institutterne selv, der beregner vægtene, selvom de har en økonomisk tilskyndelse til at sætte dem lavt.
- SIFI'ernes opgørelse af risikovægte kan risikere at være meget konjunkturmedløbende, hvis ikke myndighederne udviser stor påpasselighed.
- I Danmark er kapitalkravene til store institutter fastlagt i en bred politiske aftale (SIFI-aftalen). Det centrale omdrejningspunkt i aftalen er, at danske institutters internationale konkurrenceevne ikke må svækkes ift. institutter i sammenlignelige lande. Kravene til institutterne sættes altså ned, hvis referencelandene sænker ambitionsniveauet. Det er meget uheldigt. Kravene bør afspejle hensynet til finansiel stabilitet i Danmark.
- SIFI-aftalen er på en række områder lempeligere end det forslag, som blev lagt frem af SIFI-ekspertudvalget. Aftalen er også lempeligere end de maksimale krav, som kan stilles til SIFI'er inden for rammerne af den ny EU-lovgivning.

Boks 6.2 anbefalinger

- Vi foreslår, at Danmark i EU arbejder for, at kapitalkravene til især SIFI'er styrkes mærkbart. Større kapitalkrav kan kombineres med færre administrative krav og mindre vægt på krav, som medfører restriktioner på institutternes aktivside.
- Anvendelse af risikovægte kan principielt have en række fordele, men i øjeblikket er opgørelsesmetoderne ikke modne nok til, at vægtene bør spille en så vigtig rolle i reguleringen. Danmark bør derfor i EU-regi arbejde for, at der indføres et uvægtet kapitalkrav (gearingskrav) til institutter, der anvender IRB-metoder, som kan lægge en sikker og ambitiøs bund under systemet.
- Det uvægtede kapitalkrav bør vedrøre egentlig kernekapital og være klart strammere end de (uvægtede) basiskapitalkrav, som de nuværende SIFI-institutter stod over for i 2006 (dvs. lige før krisen og hvor der blev anvendt standardmetoder i opgørelsen af risikovægte).
- Danmark bør udnytte råderummet i EU's regler og fastsætte større kapitalkrav til SIFI-institutterne i Danmark. Som minimum bør Ekspertudvalgets forslag om kapitalkrav til SIFI'er implementeres helt og fuldt.
- Kravene bør være særskilt stramme i normale og gode tider, men med mulighed for at de sættes ned i kriseperioder. En aktiv anvendelse af den kontracykliske kapitalbuffer kan bidrage hertil. SIFI-institutters konkurrenceevne bør ikke have betydning for kapitalkravene.
- Vi foreslår desuden, at der gennemføres en omlægning af beskatningen af kreditinstitutterne, således at lønsumsafgiften reduceres, mens der til gengæld indføres en skat på "risikabel gældsstiftelse". Skatteomlægningen øger tilskyndelsen til at øge kapitaliseringen og kan sikre mod, at et bindende, uvægtet kapitalkrav medfører større risikotagning på aktivsiden. Samtidigt reduceres selskabsbeskatningens favorisering af gældsfinansiering, mens skatten på institutternes brug af arbejdskraft bringes ned.
- Opgørelsen af risikovægtene er en stor udfordring. Det bør sikres, at der i institutter, som bruger IRB-metoder, regnes efter ensartede metoder og principper og der bør være mere ekstern kontrol med opgørelserne. Politisk motiverede nedslag bør undgås. Desuden bør kapitalkrav til institutter, som bruger IRB-metoder, og kravene til andre institutter, der bruger standardmetoden, i højere grad gøres sammenlignelige. Fx ved at fokusere mere på de uvægtede krav (som er sammenlignelige, men ikke tager hensyn til aktivrisiko), og kræve, at SIFI-institutter også beregner deres vægte med den nuværende standardmetode. Det er ikke en ideel løsning men kan sikre øget transparens.

6.1 Kreditinstitutterne er lavt kapitaliseret

Egenkapital absorberer tab

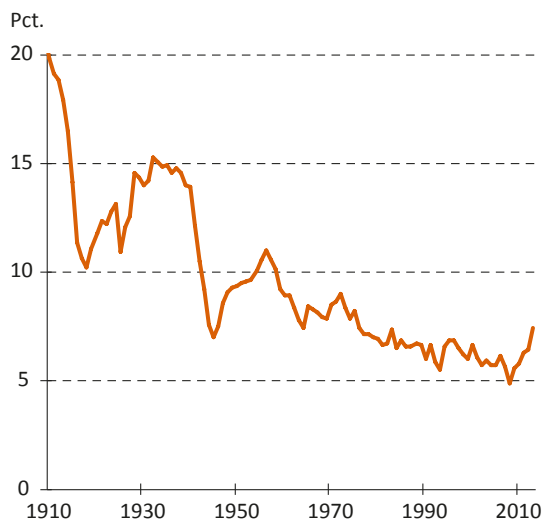
Virksomheders egenkapital har betydning for deres evne til at absorbere tab uden, at andre kreditorer kommer til at miste penge. Egenkapital indgår på passivsiden i regnskabet og medgår sammen med fremmedkapital/gæld til at finansiere institutternes udlån mv. Jo mindre del af aktiviteterne, der finansieres med egenkapital, jo mere gearret er forretningen.

Lavt polstrede kreditinstitutter

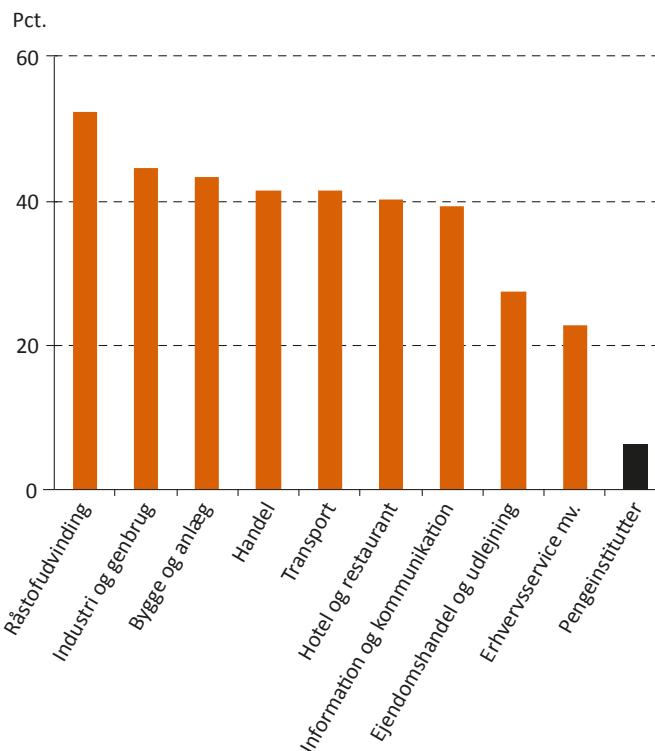
Kreditinstitutterne i Danmark har forholdsvis lav egenkapitalpolstring både i historisk sammenhæng og sammenlignet med andre virksomheder, jf. figur 6.1a og 6.1b. I 2008 var egenkapitalandelen lavere end i de foregående ca. 100 år. Samtidig er der en klar tendens til, at store kreditinstitutter har væsentligt lavere egenkapitalpolstring end små.

Figur 6.1
Egenkapital i pengeinstitutter over tid og sammenlignet med andre brancher

a) Egenkapital i pct. af balancen for danske pengeinstitutter



b) Egenkapital i pct. af balancen fordelt på sektorer



Anm.: Figur 6.1a: Før 1983 er spare- og andelskasser udeladt grundet manglende data. Her indgår således kun kommercielle banker.
Kilde: Danmarks Statistik, Statistisk Årbog, 1910-2014.

En del af forklaringen på, at store pengeinstitutter har relativt lav egenkapitalpolstring, er, at virksomhederne som regel er mere veldiversificerede end små institutter og at de i gennemsnit har mindre tab på deres aktiver. Lav polstring skal også ses i sammenhæng med, at mange udlån har underliggende sikkerhed, fx i fast ejendom. Det kan begrænse tabet for instituttet, hvis kunderne fx på grund af likviditetsproblemer ikke kan betale renter på et lån.

En del af forklaringen på de store institutters lave kapitalisering er imidlertid også, at der er udspundet et stort sikkerhedsnet, som begrænser disse institutters risiko for at gå konkurs. Sikkerhedsnettet reducerer derfor institutternes tilskyndelse til at polstre sig. Men lav egenkapital i institutterne medfører øget risiko for staten og skatteborgerne og er derfor med til at begrunde, at der i lovgivningen skal stilles krav til institutternes egenkapital.

Sikkerhedsnettet udgøres bl.a. af indskydergarantiordningen, som garanterer virksomheders og husholdningers nettoindskud i en bank på op til 750.000 kr. Denne garanti blev fordoblet under krisen og gælder for alle kreditinstitutterne.

Desuden er der fortsat betydelige implicitte garantier til SIFI'er i Danmark, jf. kapitel 8. De implicitte garantier afspejler en forventning om, at staten vil gribe ind og hjælpe aktionærer og kreditorer, hvis et stort institut skulle komme i problemer. Når det gælder SIFI'er er der ikke sikkerhed for, at de im- og eksplicitte garantier bringes ned på et lavere niveau end før krisen. Det afhænger bl.a. af, om de nye regler for krisehåndtering bliver troværdige.

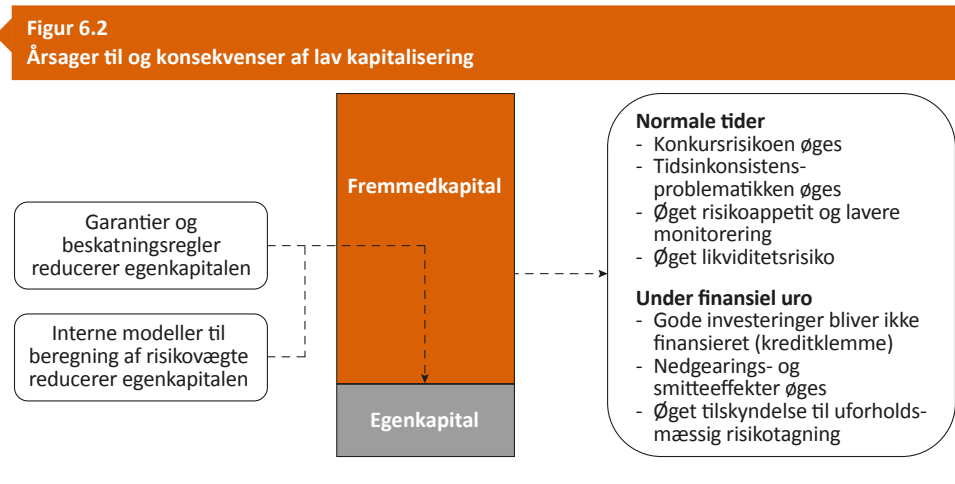
**Sikkerhedsnet
reducerer
tilskyndelse til
polstring**

**Betydelig implicit
statsgaranti**

Endelig viste krisen, at kreditinstitutter har rigelig adgang til billige lån i Nationalbanken, hvis der er problemer med at skaffe likviditet i markedet.¹ Det medfører også lavere tilskyndelse til at polstre sig og til at sikre et passende likviditetsberedskab.

Tilskyndelse til gældsfinansiering

Institutterne kan samtidig have en privatøkonomisk fordel ved at finansiere sig med gæld frem for egenkapital. Det skyldes bl.a., at selskabsskatten favoriserer gældsfinansiering, fordi der er fradrag for renteudgifter, men ikke for forrentning af egenkapitalen. Desuden betyder den implicitte og eksplicitte støtte, at SIFI-institutternes kreditorer har lavere sandsynlighed for at miste deres penge. De kræver derfor en mindre rente på lån til institutterne, som dermed får lavere finansieringsomkostninger. Hertil kommer, at de nye interne modeller til beregning af risikovægte kan bidrage til at reducere polstringen i institutterne, jf. figur 6.2.



Kilde: Egen tilvirkning.

6.2 Lav kapitalisering er samfundsøkonomisk uhensigtsmæssigt

Hvis kapitalisering i kreditinstitutterne er for lav, kan det have en række uheldige og destabiliserende effekter på samfundsøkonomien.

Forøget risiko for konkurs

Institutter med lav kapitalisering og dermed tabskapacitet har fx ikke samme mulighed for at modstå store fald i værdien af de aktiver, som de har på balancen. Solvensproblemer/konkursrisiko kan – især for de store institutter – true den finansielle stabilitet og forøge sandsynligheden for en kreditklemme i en lavkonjunktur.²

Kapitalisering og risikotagning

Lav kapitalisering kan øge tilskyndelsen til at tage store risici. Da aktionærene kun hæfter for egenkapitalen, kan de således få en stor gevinst, hvis satsningen lykkes, men på den anden side opleve et relativt begrænset tab, hvis det går galt. Det gælder særligt, når der er en forventning om, at staten eller fx garantiordningen træder til en krisesituation. Sådanne implicitte garantier reducerer kreditorernes og aktionærernes risiko, og medfører derfor, at de ikke har samme tilskyndelse til at overvåge driften og kræve en rente, der matcher den reelle risiko ved de aktiviteter, som instituttet finansierer.

1. Sådanne centralbanksfaciliteter er en anden form for implicit garanti. Den samfundsøkonomiske omkostning er her alternativomkostningen, dvs. de renteindtægter centralbanken kunne have tjent ved fx at have investeret lånebeløbene i sikre aktiver med en risikofri rente.
2. Jf. Sørensen (2014b) i baggrundsrapporten.

Institutter med lav kapitalisering, som samtidig føler sig truet på solvensen, kan have en særlig stor tilskyndelse til at tage uforholdsmæssig meget risiko. I nogle tilfælde taler man om, at institutter "gamblen for overlevelse". Det kan også gøre sig gældende i virksomhedens ledelse. Hvis ledelsen konstaterer, at den står til at miste job og evt. renommé, kan det være tilløkkende at tage en stor risiko, som kan redde instituttet og ledelsen, hvis det går godt, men medfører en stor ekstraregning til kreditorer, hvis det går skidt.³

**Pressede institutter
tager risiko**

Lav kapitalisering øger det såkaldte tidsinkonsistensproblem: Den nye lovgivning om genopretning og krisehåndtering sigter efter, at kreditinstitutter ikke (igen) skal forventes at blive reddet med offentlige midler. Men denne "trussel" kan virke utroværdig (tidsinkonsistent), hvis systemet er indrettet sådan, at det har store samfundsmæssige omkostninger, hvis staten ikke griber ind i en krisesituation. Og det er netop tilfældet, hvis institutterne har en lav kapitalisering, fordi lav kapitalisering øger de mulige omkostninger for resten af samfundet ved en ukontrolleret konkurs. Omvendt kan et troværdigt regelsæt, som sikrer, at aktionærer og kreditorer forventer store tab i en konkurssituation, have gavnlige effekter, fordi det øger tilskyndelsen til at sikre en høj kapitalisering i gode tider, og at man derved reducerer risikoen for konkurs og statslige indgreb.

Tidsinkonsistens

Lav kapitalisering øger risikoen for, at et institut får likviditetsproblemer og udsættes for såkaldte bankrun. Pengeinstitutter finansierer store dele af deres passivside med kort låntagning, jf. kapitel 3. Til gengæld har deres udlån ofte længere løbetider, dvs. de veksler korte indlån til lange udlån (såkaldt løbetidstransformation). Hvis der er finansiell uro, er der risiko for, at instituttet ikke kan refinansiere sin korte gæld – et moderne bankrun. Det kan igen betyde, at instituttet må nedbringe udlån eller sælge aktiver for at skaffe penge.

**Refinansierings-
risiko**

Egenkapital er et passiv med uendelig løbetid – dvs. uden refinansieringsrisiko – og jo større andel af aktiverne, der er finansieret med egenkapital, jo mindre vil risikoen for sådan et bankrun altså være. Institutter med en høj kapitalisering vil også have lettere ved fortsat at kunne tiltrække finansiering, fordi høj egenkapital signalerer høj kreditværdighed. Det gælder således generelt, at det er lettere og billigere at låne penge, når man har meget egenkapital. Omvendt vil meget høj kapitalisering selv sagt også reducere instituttets mulighed for at hjælpe med løbetidstransformation.

I en krisesituation kan såkaldte nedgearingeffekter (dvs. nedbringelse af udlån mv.) være særligt store i lavt kapitaliserede institutter. Hvis værdien af aktiverne falder, skal et lavt kapitaliseret institut således nedbringe sine udlån langt mere for at genoprette kapitaliseringen, end et godt kapitaliseret institut skal, jf. boks 6.3. Navnlig for systemiske institutter med lav kapitalisering, kan nedgearing have negative effekter på andre dele af det finansielle system og på samfundsøkonomien. Både direkte, fordi udlånskapaciteten falder, og indirekte fordi salg af aktiver kan påvirke aktivpriserne negativt og dermed have betydning for andre institutters solvens og adgang til likviditet.

**Større
smitteeffekter**

3. Der er gode argumenter for, at de første kapitalkrav, et institut møder, er bløde krav, som fx medfører, at man ikke må udbetale udbytte og lignende, samt at bindende krav kan sættes ned under særlige betingelser.

Boks 6.3 Gearing, nedgearing og smitteeffekter

To institutter, A og B, har samme aktivportefølje på 100 kr. men forskellig kapitalisering.

- Institut A har en egenkapital på 3 kr., dvs. en egenkapitalandel på 3 pct. – ikke ulig flere store europæiske institutter.
- Institut B har en egenkapital på 10 kr., dvs. en egenkapitalandel på 10 pct.

Institutterne oplever nu en periode med finansiell uro, som reducerer værdien af deres aktiver med 1 pct. Det betyder, at:

- Institut A har en egenkapitalandel på 2,02 pct. (2/99).
- Institut B har en egenkapitalandel på 9,09 pct. (9/99).

Herefter antages, at begge institutter ønsker at reetablere deres egenkapitalandel, så den svarer til niveauet før den finansielle uro. Det kræver, at:

- Institut A reducerer aktiverne (udlånene) med 32,3 kr., dvs. instituttet skal afvikle ca. en tredjedel af sine aktiver.
- Institut B reducerer aktiverne med 9 kr., dvs. instituttet skal sælge mindre end en 10 pct. af sine aktiver.

Institut B behøver altså ikke at nedgeare sine aktiviteter nær så meget som institut A for at reetablere sin egenkapitalandel. Det betyder alt andet lige, at samfundsøkonomien bliver ramt mindre.

Foruden den direkte effekt af en nedgearing (reduktion i udlånene), kan der som nævnt også være væsentlige smitteeffekter forbundet med signifikante aktivsalg, som kan presse priserne ned og true solvensen yderligere, også i andre institutter, som holder disse aktiver.

Lavt kapitaliserede institutter mest udsatte

Når der er finansiell uro og usikkerhed om aktivværdier, vil lavt kapitaliserede institutter være særligt udsatte. Det skyldes at de kan blive relativt hårdt ramt af fald i værdien af deres aktiver. Hvis instituttet er presset, kan aktionærene måske også foretrække at få udbetalt udbytte frem for at konsolidere instituttet med tilbageholdte overskud.

Kreditklemme kan opstå

Omkostningerne ved lav kapitalisering i kreditinstitutterne viser sig typisk i en lavkonjunktur i form af stram kreditpolitik. Samtidig vil det typisk være relativt dyrt for de eksisterende aktionærer at indhente ny kapital til institutterne, når der er finansiell uro og usikkerhed om institutternes fremtid. Derfor er det centralt at sikre, at kreditinstitutterne konsoliderer sig effektivt i gode tider. Det bidrager til at de finansielle markeder fungerer, når der er mest brug for det, dvs. når konjunkturerne er svage og ledigheden er høj og stigende.

6.3 Kapitalkravene blev lempet væsentligt i 2007/2008**Kapitalkrav afhænger af risikovægtede aktiver**

Kapitalkrav er fastlagt som et mindstekrav til, hvor meget kapital instituttet skal have ift. instituttets risikovægtede aktiver. Risikovægtene er et mål for aktiverens risiko, og de spiller dermed en central rolle i reguleringen. Hvis risikovægtene er lave, skal instituttet således ikke have så meget egenkapital. Og jo mindre kapital instituttet skal have, jo mere gearet kan instituttet være.

Overgang til IRB-metoder

Overgangen til Basel II-reglerne i 00'erne betød bl.a., at de store kreditinstitutter fik tilladelse til at anvende interne IRB-metoder, når de skulle opgøre risikovægte.⁴ IRB-metoderne skulle sikre bedre overensstemmelse mellem den faktiske risiko ved institutternes eksponering, og den risikovægt, som disse eksponeringer blev tildelt efter reglerne. Det

4. IRB står for internal rating-based.

er institutterne selv, der beregner risikovægtene og mange af de bagvedliggende parametre, som indgår i beregningen.

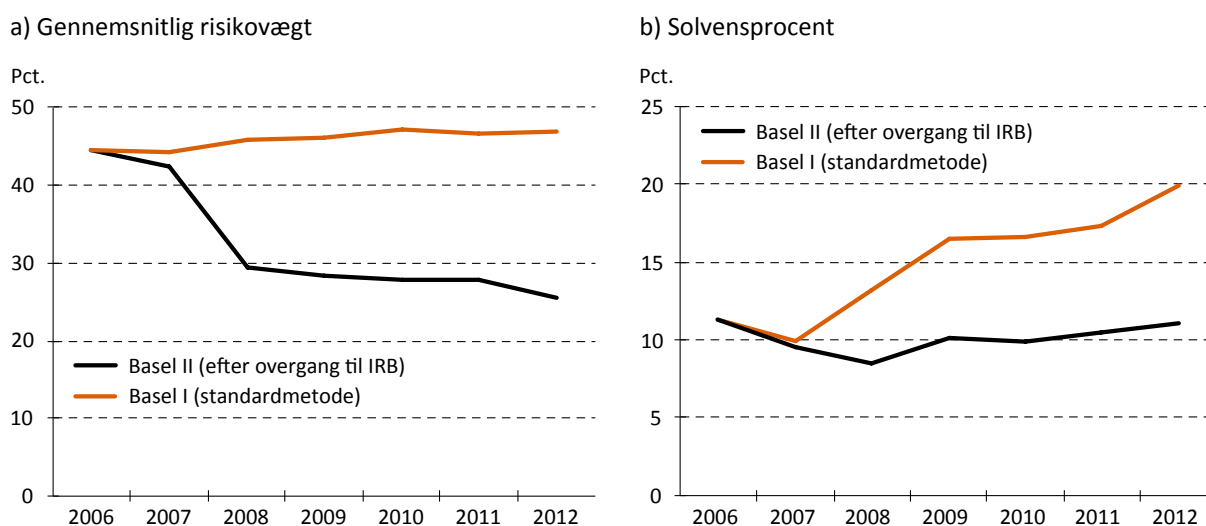
Den første bank i Danmark, der blev godkendt til at anvende IRB-modeller for en del af porteføljen, var Nordea Danmark. Det skete med virkning fra 2007, mens de øvrige store kreditinstitutter først anvendte metoderne fra 2008. I dag er det alle SIFI-institutter der anvender IRB-metoder, undtagen DLR.

Overgangen til IRB-modellerne medførte et kraftigt fald i SIFI-institutternes gennemsnitlige risikovægt og i deres risikovægtede aktiver, jf. af figur 6.3a, som viser udviklingen i den gennemsnitlige risikovægt for fem store, danske SIFI-institutter efter de tidligere regler og efter overgang til IRB-metoder, givet den faktiske aktivsammensætning i de forskellige år.

Kraftigt fald i risikovægte

Figur 6.3

Overgang til IRB. Effekt på gennemsnitlig risikovægt og opgjort solvens



Anm.: Risikovægten og solvensprocenten er opgjort som vægtede gennemsnit for 5 SIFI'er, hvor de samlede aktiver (hvert år) indgår som vægte. Den gennemsnitlige risikovægt og solvensprocent opgjort efter Basel I-reglerne er beregnet med udgangspunkt i regnskabsoplysninger. De inkluderede institutter er Danske Bank, Nordea Bank Danmark, Nykredit, Jyske Bank og BRK-kredit.

Kilde: Regnskaber fra de respektive år.

Den gennemsnitlige risikovægt i SIFI-institutterne var omkring 45 pct. i 2006 efter den gamle Basel I metode. Opgjort efter denne metode har den gennemsnitlige risikovægt været ret stabil frem til 2012, måske med en svagt stigende tendens. Overgangen til den nye IRB-metode i 2007/2008 medførte imidlertid et stort fald i den gennemsnitlige risikovægt til omkring 30 pct. i 2008, hvor institutterne var overgået til at anvende IRB-metoder for en stor del af aktiverne. I årene efter 2008 er de gennemsnitlige risikovægte faldet yderligere, således at de i 2012 lå godt 45 pct. lavere, end hvis de opgøres efter de tidligere Basel-I regler.

Overgangen til Basel II medførte marginale ændringer i opgørelsen af basiskapitalen. Faldet i risikovægtene som følge af ændrede måleprincipper har derfor medført en kraftig forøgelse af den regnskabsførte solvensprocent (forholdet mellem basiskapitalen og de risikovægtede aktiver), som ikke er udtryk for større kapitalisering. I 2012 var den samlede solvensprocent for de 5 institutter således på ca. 20 pct. af de risikovægtede aktiver, opgjort efter gældende regler. Men når solvensprocenten opgøres efter Basel-I

Kraftig forøgelse af opgjorte solvensprocent

regler var solvensen kun på ca. 11 pct. Dvs. at overgangen til de nye regneprincipper har løftet solvensen med ca. 9 pct.point i 2012, hvilket svarer til 80 pct., jf. figur 6.3b.⁵

Men højere solvens skyldes målemetoder

For de fem SIFI-institutter under ét er solvensprocenten steget fra 11 pct. i 2006 til omkring 20 pct. i 2012. Hele denne stigning i solvensprocenten siden 2006 afspejler ændrede opgørelsesprincipper, og ikke højere kapitalisering (målt ved basiskapital). Hvis solvensen opgøres efter Basel-I principper er solvensen i 2012 således på samme niveau som i 2006.

I årene 2007-2008 faldt solvensen for nogle kreditinstitutter, når den opgøres efter Basel I principper, i nogle tilfælde til et niveau, der var omkring eller under 8 pct.-grænsen. Nordea er under 8 pct. fra 2008 til 2010 og Nykredit er på grænsen i 2008 og 2011, når solvens og risikovægte opgøres efter Basel I-principper. Hertil kommer, at flere af institutterne fik statslige kapitalindskud som et led i krisehåndteringen. Hvis kapitalkravene ikke var lempet ville pengeinstitutterne have ændret adfærd under krisen, fx ved at gennemføre en større reduktion i udlånene. Samtidig kan forventningen om overgang til de nye regler imidlertid have medført øget udlånsvækst i årene før.

6.3.1 Lempelsen var tilsigtet og blev begrænset med EU-gulvet

Overgangsregel

Det var ventet og tilsigtet fra myndighedernes side, at overgangen til IRB-metoder ville medføre en reduktion af de gennemsnitlige risikovægte og dermed også en lempelse af kapitalkravet til institutterne, jf. boks 6.4. Som led i overgangen til Basel II, blev der på den baggrund indført en overgangsregel, som begrænser lempelsen af kapitalkravene for de institutter, som har fået store nedslag i risikovægtene. Disse overgangsregler er kendt som Basel I-gulvet. EU-landene implementerede reglen på en anden måde end Basel-komiteén foreslog, og man kan derfor tale om et særskilt EU-gulv.⁶

EU-gulvet betød i praksis, at kapitalkravet som udgangspunkt blev sænket med 20 pct. for de fleste IRB-institutter – uden dette gulv ville faldet have været meget større. Den maksimale gearing målt som forholdet mellem uvægtede aktiver og basiskapital blev dermed forøget med 25 pct. for næsten alle IRB-institutterne⁷.

Gulv fik ikke betydning for opgjort solvensprocent

Det nævnte gulv for basiskapitalen fik ikke nogen konsekvenser for, hvordan solvensprocenten opgøres i regnskaberne. Regnskaberne for SIFI-institutterne giver derfor umiddelbart indtryk af, at solvensen har ligget langt over det regulatoriske mindstekrav på 8 pct. af de risikovægtede aktiver. Men i praksis er det altså ikke sådan, man bør læse regnskabsstallene. Den regnskabsførte solvensprocent skal ikke sammenlignes med de 8 pct., men med EU's gulv for at få et retvisende billede. Dette gulv varierer fra institut til institut og skal findes i de enkelte regnskaber.

5. Faldet i de risikovægtede aktiver i kraft af ændrede opgørelsesprincipper udgør dermed ca. 1.300 mia. kr., eller 2/3 af Danmarks BNP for de 5 institutter i analysen.

6. "EU-gulvet" betyder, at instituttets basiskapital ikke må falde under 80 pct. af det basiskapitalniveau, som ville opfylde det regulatoriske mindstekrav under Basel I-reglerne. Med andre ord må instituttets basiskapital ikke være mindre end 80 pct. af 8 pct. af de risikovægtede aktiver opgjort efter Basel I metoden. Jf. paragraf 125 a) i Bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed (2013).

7. For Danske Bank betød "gulvet" fx, at søjle I kravet til kapital faldt fra 3,1 pct. af den uvægtede balance i 2007 til 2,5 pct. af balancen. Den maksimale gearing målt som balance ift. basiskapital steg fra 32 til 40.

Boks 6.4 Forskellige årsager til fald i risikovægtene

Det var ventet, at Basel II reglerne ville reducere de gennemsnitlige risikovægte. I en analyse udarbejdet for Europakommissionen fra 2004 konkluderes, at Basel II vil medføre en mindre reduktion i bankernes kapitalkrav.⁸ Det fremhæves – måske lidt paradoksalt – at dette ventes at øge BNP og at det ikke vil svække sektorens evne til at modstå chok eller underminere den finansielle stabilitet. I rapporten fremgår det også, at Danmark ventes at opleve et større fald i de risikovægtede aktiver som følge af overgangen til Basel II. Der præsenteres imidlertid ikke tal for Danmark af fortrolighedshensyn.

Rapportens overordnede konklusion dækker over, at banker, der fortsat bruger standardmetoden, ventes at få et relativt lille nedslag i risikovægtene. Det afspejler, at en lavere risikovægt for visse udlån – fx til små og mellemstore virksomheder samt udlån med sikkerhed i fast ejendom – delvist forventes modvirket af risikovægte for operationel risiko, som ikke indgik i Basel I. For kreditinstitutter, der overgår til IRB-metoder, var der imidlertid en forventning om et større nedslag i risikovægtene. Det var bl.a. derfor, der blev indført et "Basel I-floor", ligesom der blev introduceret en ad-hoc korrektionsfaktor på 1,06 i formlerne som beregner vægtene for kreditrisiko.⁹ Fx ventede man en reduktion i risikovægtene for erhvervsudlån på 20-30 pct. for F-IRB banker i Østrig, Belgien, Frankrig og Spanien.

Faldet i risikovægtene i Danmark og andre lande skal bl.a. ses i lyset af, at myndighederne eksplicit ønskede at reducere risikovægtene for lån til små og mellemstore virksomheder, bl.a. ved at tillade, at lån under 1 mio. euro kunne indgå som såkaldte detaillån, der behandles særligt lempeligt. Desuden er der nedslag for lån med sikkerhed i fast ejendom, både ift. tidligere regler og hvis man alternativt bruger Basel II's standardmetode.

Formålet med IRB-metoderne var bl.a. at sikre en bedre tilpasning af risikovægtene til den reelle risiko, men metoderne medfører samtidig en risiko for, at der sker en mere systematisk undervurdering af risikoprofilen, hvilket vil sænke kravet til institutternes egenkapitalfinansiering. Institutterne kan således have en økonomisk interesse i at sætte vægtene for lavt.

En del af faldet i risikovægtene kan dog også være udtryk for, at kreditinstitutterne er blevet mindre risikobetonede. Fx kan de stramninger af kreditvilkårene, som kreditinstitutterne har gennemført siden 2007, have udløst lavere risikovægte under IRB-modellerne end under de gamle Basel I regler. Styrket sikkerhed bag udlån og kortere løbetid kan således medføre et nedslag i risikovægtene.

Samtidig gælder dog, at den gennemsnitlige risikovægt opgjort efter Basel I-principper har været svagt stigende fra 2006 til 2012 for SIFI-institutterne. Efter denne meget grove målestok er der således ikke tegn på, at aktivsammensætning er blevet mere sikker i SIFI-institutter.

For de 5 SIFI-institutter under et gælder som nævnt, at styrkelsen af solvensen fra 2006 til 2012 kan henføres til de ændrede regneprincipper ved en given aktivsammensætning. Men der er forskel på, hvordan institutterne hver især har disponeret, jf. tabel 6.1.

8. Jf. PriceWaterhouseCoopers (2004): Study on the financial and macroeconomic consequences of the draft proposed new capital requirements for banks and investment firms in the EU.

9. Korrektionsfaktoren på 1,06 indgår i den formel, som beregner kreditrisikovægte efter IRB-metoden, og som er anvist i reglerne. Der var oprindeligt lagt op til, at denne faktor kunne ændres, hvis det efterfølgende skulle vise sig, at kreditinstitutternes kapital skulle falde mere end det, som Baselkomiteen oprindeligt ventede, jf. Baselkomiteen (2004): International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A Revised Framework.

Tabel 6.1
Dekomponering af stigning i solvensprocenten fra 2006 til 2012 for 5 SIFI'er

	Danske Bank	Nordea Danmark	Jyske Bank	Nykredit	BRF Kredit
	----- Pct.point -----				
Ændring i solvensprocent	9,8	8,4	6,0	7,3	2,8
Bidrag fra					
Ændring i gns. risikovægt/IRB	8,3	6,1	3,0	14,7	9,8
Ændret definition af basiskapital	0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,2
Ændring i Basel I risikovægt	0,0	-2,1	4,6	-1,1	-0,1
Øget basiskapital ift. aktiver	1,4	4,7	-1,6	-6,1	-6,6

Anm.: Ændringen i solvensen fra 2006 til 2012 er dekomponeret til 4 bidrag. 1) Fra ændring i risikovægt som følge af overgang fra Basel I standardmetoden til IRB-metoder. 2) Fra ændring i definitionen af basiskapital fra Basel I til Basel II. 3) Fra ændring i den gennemsnitlige risikovægt efter Basel I standardmetoden. 4) Fra ændringen i basiskapitalen ift. risikovægtede aktiver.

Kilde: Diverse regnskaber og egne beregninger.

For Danske Bank og Nordea er solvensprocenten på koncernniveau øget med hhv. knap 10 og 8,5 pct.point. For disse institutter bidrager overgangen til IRB-metoder med hhv. 85 og 73 pct. af den samlede styrkelse af solvensen fra 2006 til 2012. For Nykredit og BRF, som i højere grad er domineret af realkredit, er faldet i de gennemsnitlige risikovægte fra overgangen til de nye regler relativt stort. I disse institutter er lempelsen delvist blevet brugt til at øge gearingen, idet basiskapitalen er faldet målt ift. de uvægtede aktiver, jf. tabel 6.1.¹⁰

Gearingsgrænse er instituttspecifik

EU's gulv sætter i princippet en grænse for gearingen i de forskellige institutter, hvor gearingen her måles som forholdet mellem de samlede passiver og basiskapitalen. Denne grænse for gearing er dermed også specifik for det enkelte institut og ret tilfældigt valgt: Hvis den gennemsnitlige risikovægt er lav opgjort efter Basel 1-standardmetoden, så kan instituttet have en høj gearing.¹¹ Standardmetoden under Basel I til beregning af risikovægte var regelbaseret (ikke interne metoder) og relativt grovkornet, og den gennemsnitlige vægt opgjort på denne måde er nogenlunde konstant for institutterne i årene efter 2006.

Baselreglen fastholdes

Oprindeligt var det meningen, at gulvet skulle ophøre ved udgangen af 2009, men Basel-komiteen annoncerede i juli 2009 som en anbefaling, at grænsen på 80 pct. fastholdes på ubestemt tid. Det skyldes givetvis, at faldet i de risikovægtede aktiver har været større end ventet, og at der var ønsker om at forøge kapitalkravene efter finanskrisen. EU-gulvet ophørte ved udgangen af 2011, men er med Kapitalkravsdirektivet genindført i perioden 2014-2017, selv om de nye kapitalkrav delvist indføres i denne periode.

6.3.2 IRB-metoder gør det lettere at indfri nye kapitalkrav

Nye kapitalkrav

Med det nye kapitalkravsdirektiv fra EU og den danske politiske aftale om kapitalkrav til SIFI-institutter (bankpakke 6), er der lagt op til højere kapitalkrav. Helt overordnet indebærer de nye regler, at kravet til basiskapital øges fra 8 pct. af de risikovægtede aktiver til 10½ pct. for alle institutter. Hertil kommer såkaldte SIFI-tillæg på mellem 1 og 3 pct. af de risikovægtede aktiver, og som afhænger af institutternes systemiskhed. De meste systemiske institutter, dvs. de institutter, hvor der vurderes at være størst samfundsøkonomiske risici ved et sammenbrud, kan maksimalt få et tillæg på 3 pct. af de risikovægtede aktiver. De nye krav betyder samtidig, at en væsentlig større del af kapitalkravet vedrører egentlig kernekapital, som er den mest tabsabsorberende form for egenkapital.

10. I realkreditinstitutterne ligger solvensen opgjort efter basel I principper på 8-9 pct. i 2012, og den er faldet siden 2006.

11. EU-gulvet kan opfattes på den måde at gearingen – målt som samlede aktiver ift. basiskapitalen, skal opfylde at

$$G = \frac{A}{B} < \frac{1}{0,8 \cdot 0,08 \cdot rw_1}, \text{ hvor } rw_1 \text{ er den gennemsnitlige risikovægt for alle aktiverne opgjort efter Basel I metoder.}$$

Overgangen til IRB-metoder betyder imidlertid, at SIFI-institutterne får meget lettere ved at indfri de nye kapitalkrav, som er besluttet i forlængelse af krisen. Det skyldes to forhold: For det første vil de lavere risikovægte betyde, at det reelt vil kræve mindre kapital at indfri et kapitalkrav af en given størrelse. For de 5 SIFI'er under ét vil et kapitalkrav på 1 pct. af de risikovægtede aktiver eksempelvis svare til en forøgelse af kapitalen på ca. ¼ pct. af balancen i 2012 (med de nye risikovægte). Hvis Basel I-risikovægtene i stedet lægges til grund, ville kravet have været næsten dobbelt så stort. For det andet vil det beregningstekniske løft i solvensprocenten, som de nye regnemetoder har medført, fuldt ud bidrage til at indfri de nye krav.

Lettere at indfri nye kapitalkrav

I tabel 6.2 er det forsøgt at sammenligne de nye kapitalkrav i Kapitalkravsdirektivet og i SIFI-aftalen fra december sidste år, med det samlede solvensløft, som var en konsekvens af overgangen til IRB-metoderne. Som nævnt skal dette solvensløft primært ses som teknisk løft, som ikke afspejler styrket kapitalisering, jf. boks 6.3. Det skal bemærkes, at der med de nye regler også indføres krav på likviditetsområdet, som der ikke tages hensyn til her.

Samlet effekt af nye kapitalkrav og overgang til IRB

Det billede, der tegnes, er, at de stramninger af kravene til basiskapital, som de største institutter står overfor, ikke er større end det solvensløft, som kom fra overgangen til Basel II-regler. For Jyske Bank er effekten fra overgang til IRB noget mindre.

I gennemsnit ikke højere krav

Tabel 6.2

Nye basiskapitalkrav fuldt indfaset og stigning i Solvensprocent fra 2006-2012 for 5 SIFI'er

	CRD IV	SIFI krav	Implicit stramning	Kontra-cyklisk buffer	I alt	Stramning ift. Basel I	Delvist løft fra IRB-metoder	Samlet stramning
	----- Pct. -----							
Danske Bank	10,5	3,0	2	1,25	16,75	8,75	8,3	0,4
Nykredit	10,5	2,0	2	1,25	15,75	7,75	14,7	-7,0
Nordea	10,5	2,0	2	1,25	15,75	7,75	6,1	1,7
Jyske Bank	10,5	1,5	2	1,25	15,25	7,25	3,0	4,3
BRF-kredit	10,5	1,0	2	1,25	14,75	6,75	9,8	-3,1
Uvægtet gennemsnit	10,5	1,9	2	1,25	15,65	7,7	8,4	-0,7

Anm.: I henhold til Basel II var der et 8 pct. krav til basiskapital, herunder et 2 pct. krav til den egentlige kernekapital. De resterende 6 pct. af basiskapitalen kunne udgøres af efterstillede gældsinstrumenter (hybrid kernekapital og supplerende kapital). I henhold til Basel III hæves kravet til egentlig kernekapital til 7 pct. og for basiskapitalen til 10,5 pct. For SIFI-institutter er der indgået aftale om ekstra krav til den egentlige kernekapital på 1-3 pct. afhængig af systemiskhed. For SIFI-institutterne er kravet til den egentlige kernekapital derfor 8-10 pct. og for basiskapitalen 11,5-13 pct. Hertil kommer så yderligere stramninger til konjunkturbuffer og krav til højere kvalitet af kapitalen. Stramning i basiskapitalkrav ift. Basel I er beregnet som "I alt" minus 8 (kravet til basiskapital under Basel II). Alle tal er angivet i pct. af risikovægtede poster.

Kilde: SIFI-aftalen og diverse regnskaber.

Det er dermed rimeligt at konkludere, at overgangen til IRB-metoder har gjort det markant lettere for institutterne at indfri de nye kapitalkrav ift. før krisen, navnlig for institutter med betydelig realkreditvirksomhed. Kravene indfases frem mod 2019 og de supplerende krav til SIFI'er er typisk blødere end mindstekravet på 8 pct. under de tidligere regler, i den forstand at sanktionerne er mildere, hvis de maksimale grænseværdier overtrædes.¹²

Der er i tabel 6.2 indregnet et bidrag fra den såkaldte kontracykliske buffer (konjunkturbufferen), som myndighederne kan sætte til mellem 0 og 2½ pct. af de risikovægtede aktiver. Bufferen skal reducere risikoen for, at der opbygges systemiske risici i en højkon-

Bidrag fra kontracyklisk buffer er højt sat

12. Kapitalkravet på 8 pct. under Basel II var et hårdt krav i den forstand, at der skete en afvikling af instituttet i tilfælde af brud. De nye kapitalkrav i Basel III og SIFI-aftalen er i højere grad bløde i den forstand, at der ikke sker en afvikling ved brud. I stedet sker der forskellige processer i forhold til genopretning og bevaring af kapitalen. Disse processer kan omfatte frasalg af aktiver eller konvertering af efterstillet gæld til egenkapital. Under disse faser har ledelsen fortsat kontrollen over instituttet. Hvis solvensen falder under 10,125 pct. vil instituttet overgå til krisehåndtering og så overgår kontrollen til en krisehåndteringsmyndighed som eksempelvis Finansiell Stabilitet.

junktur. Det er svært at vurdere, om konjunkturbufferen vil stille krav om ekstra kapital i kreditinstitutterne, bl.a. fordi solvensprocenten måske bliver mere konjunkturmedløbende med de nye beregningsmetoder – dvs. stiger, når konjunkturerne er gode, og falder, når de er dårlige – uden at der tilføjes kapital til banken, jf. nedenfor.¹³ Desuden er der i Danmark sat en grænse for anvendelsen af bufferen frem mod 2019, og det er tvivlsomt, om den vil blive brugt særligt aktivt.

Større krav til kvaliteten af kapitalen

De nye kapitalkrav betyder også, at der stilles større krav til kvaliteten af kapitalen. Det indebærer et fradrag i basiskapitalen, sådan som den i dag opgøres i regnskaberne. Disse implicitte stramninger antages samlet at svare til et løft i kapitalkravet på 2 pct. point i opgørelserne i dette afsnit.¹⁴ Dette skøn er forbundet med betydelig usikkerhed, bl.a. fordi den reelle betydning vil afhænge af institutspecifikke forhold.

Kapitalkrav bliver dog strammet

For SIFI'erne vil de nye regler i Kapitalkravdirektivet dermed først og fremmest virke ved, at en større del af basiskapitalen skal udgøres af egentlig kernekapital, mens en mindre del skal udgøres af hybrid kernekapital og supplerende kapital. Ser man alene på egentlig kernekapital er der tale om en forøgelse af kravene for SIFI'er på 6-8 pct. point af de risikovægtede aktiver, når man medregner søjle-1 krav og SIFI-krav – fra et meget lavt niveau på 2 pct. under de tidligere regler.¹⁵ En væsentlig del af denne stramning modsvares dog af lempelsen fra overgangen til IRB-metoder til beregning af risikovægte og nettostramningen er derfor anslået til ca. 2-3 pct. i gennemsnit for de institutter som her er medregnet. Det svarer til ½-¾ pct. af den uvægtede balance (ved en risikovægt på 25 pct.). Hertil kommer imidlertid effekten af at der stilles større krav til kvaliteten af kapitalen, samt et eventuelt bidrag fra den kontracykliske buffer.

6.4 De risikovægtede kapitalmål er forbundet med væsentlige usikkerheder

Risikovægtning har fået større betydning

Med overgang til IRB-metoder har risikovægtning fået en meget central placering i den finansielle regulering. Risikovægten på et udlån er grundlæggende et mål for, hvor meget kapital der kræves for at sikre sig mod uventede tab.¹⁶ Vægtene opgøres efter komplicerede principper, og beregningerne foretages af institutternes selv, men under tilsyn fra Finanstilsynet. Udfordringen er bl.a., at institutterne kan have en økonomisk fordel ved at rapportere lave risikovægte, og at beregningsmetoderne varierer på tværs af institutter og lande. Desuden er der fra politisk side indført forskellige "rabatter", som udhuler kapitalkravene og reducerer troværdigheden af systemet. I dette afsnit gennemgås nogle af udfordringerne.

6.4.1 SIFI-krav hviler på et skrøbeligt grundlag – risikovægte er svære at sammenligne

Særlige risici ved SIFI'er

Der er indgået en politisk aftale om ekstra kapitalkrav til SIFI'er i efteråret 2013. Den bærende idé er, at systemisk vigtige institutter skal være omfattet af større kapitalkrav end andre kreditinstitutter. Dels for at sikre at de er mere modstandsdygtige i krisetider, og

13. Eksempelvis må man forvente, at kreditinstitutternes skøn for misligholdelsessandsynlighed, og det tab instituttet får hvis et udlån misligholdes, kan være konjunkturafhængige, uanset at det i reglerne fremgår, at skønnene skal være konservative.

14. Danske Bank og Nordea angiver i årsregnskaber for 2012, at implementering af CRD IV vil medføre en reduktion af forholdet mellem CET1 og risikovægtede aktiver med ca. 2 pct. point. I Beregningerne her er det lagt til grund, at de implicitte stramninger svarer til et kapitalkrav på 2 pct. point.

15. Her beregnet for institutterne Danske Bank, Nordea, Jyske Bank og Sydbank

16. Hvis en risikovægt (for kreditrisiko) fx er 100 og kapitalkravet er 8 pct. af de risikovægtede poster, så betyder det, at pengeinstituttet skal opbygge egenkapital, som svarer til præcis 8 pct. af den samlede eksponering. Er risikovægten halvt så stor (50) skal kapitalen være på ca. 4 pct. af udlånet. En lav risikovægt er dermed udtryk for, at det uventede tab på udlånet anses for at være begrænset, og dermed at der ikke er brug for så meget tabsabsorberende kapital. Forventede tab på en udlånsportefølje kræver derimod ikke tabsabsorberende kapital, fordi tabet antages at blive afspejlet i prisen på lånet.

dels for at sikre mod store tab for samfundet og staten, hvis institutterne alligevel skulle komme ud i en dyb krise. I den politiske aftale om SIFI'er fremgår det, at *"Der er særlige risici forbundet med SIFI'er () Der er derfor behov for, at der fastsættes skrappe krav til SIFI'er end til andre institutter"*.¹⁷

Et centralt problem er imidlertid, at man ikke ved, om der nu er stillet skrappe krav til SIFI'er end til andre institutter. Danske SIFI'er bruger som nævnt IRB-metoder, når de opgør deres risikovægte og solvensprocenter, mens de øvrige institutter helt overvejende bruger standardmetoden. De to metoder er meget forskellige og resultaterne kan ikke umiddelbart sammenlignes.¹⁸

**Krav til SIFI'er
usammenlignelige
med krav til andre**

Et regneeksempel kan anskueliggøre problemstillingen: For SIFI-institutterne kan den gennemsnitlige risikovægt opgøres til ca. 26 pct. i 2012. Det betyder, at et formelt kapitalkrav på fx 10 pct. af de risikovægtede poster vil svare til, at basiskapitalen skal udgøre 2,6 pct. af de samlede aktiver/balancen.

Et regneeksempel

For de næststørste institutter, som ikke er SIFI'er, var den gennemsnitlige risikovægt omkring 62 pct. ved udgangen af 2012.¹⁹ Dvs. mere end det dobbelte af SIFI'ernes. Her vil en formel stramning af kapitalkravene på kun 5 pct. kræve en stigning i basiskapitalen på 3 pct. af balancen.

Det vil sige, at ikke-SIFI'er skal finde mere kapital relativt til deres størrelse end SIFI'erne, selvom SIFI'er formelt pålægges det klart største krav – i eksemplet et dobbelt så stort krav. Dette kan være velbegrundet, hvis risikovægtene er korrekte og sammenligneligt opgjort, fordi det i så fald vil være udtryk for, at SIFI'ernes aktiver er markant mere sikre end de udlån, som andre banker har på balancen – fx fordi realkredit fylder mere og SIFI'erne har flere store kunder. Men vi ved det ikke, fordi risikovægtene er opgjort efter forskellige principper og ikke kan sammenlignes.²⁰

Figur 6.4 viser de krav til den egentlige kernekapital, som stilles til forskellige institutter, når den politiske aftale om SIFI-institutterne er indfaset. Det fremgår, at kravet til kapital ift. den samlede balance (uvægtede aktiver) er mindre, jo større institutterne er. Kravet til Danske Bank er eksempelvis under en tredjedel af det krav, der stilles til et typisk ikke-SIFI-institut. Det afspejler, at den gennemsnitlige risikovægt for Danske Banks aktiver, som er opgjort med IRB-metoder, er meget mindre end den gennemsnitlige risikovægt, som opgøres for de mindre institutter og beregnes ved anvendelse af standardmetoden.

**Kravene falder
med institutternes
størrelse**

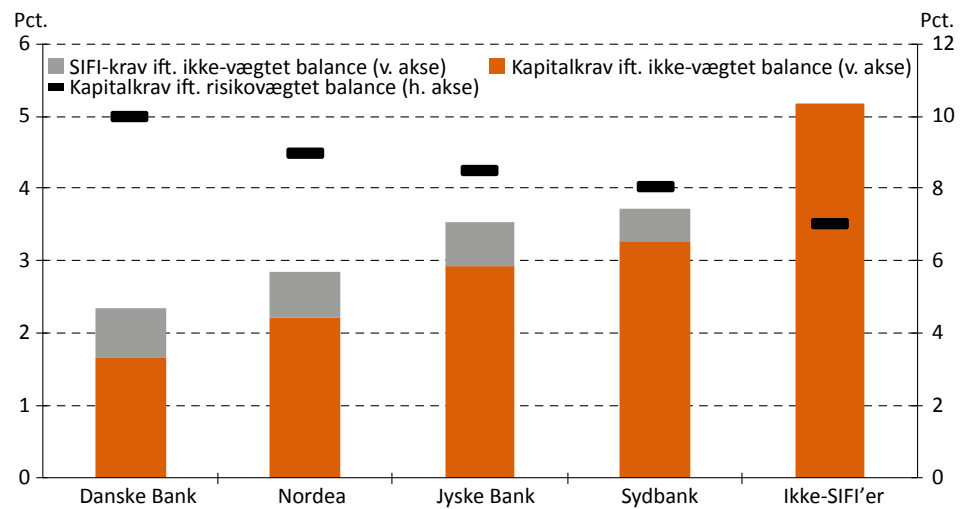
17. Jf. Erhvervs- og Vækstministeriet (2013): SIFI aftalen, s. 1.

18. Jf. Kraka (2013c) i baggrundsrapporten.

19. Finanstilsynets gruppe II.

20. Det kan også diskuteres, om man kan sammenligne opgørelsen af risikovægte og risikovægtede aktiver på tværs af institutter, der anvender IRB-metoder. Fastlæggelsen af de centrale parametre, (tab ved misligholdelse, sandsynlighed for misligholdelse osv.) sker ikke nødvendigvis efter samme principper i institutterne, og der er landespecifikke forskelle på, hvilke krav tilsynet stiller. Der er også forskelle på, hvor stor en del af aktiverne, der er omfattet af IRB-metoder i de forskellige institutter, samt hvilke parametre institutterne selv beregner. EBA er i gang med at undersøge de relativt store forskelle i risikovægte i IRB-banker i EU. En foreløbig konklusion er, at 25 pct. af variationen afspejler metodemæssige forskelle og forskelle i tilsynspraksis.

Figur 6.4
Søjle I kapitalkrav til egentlig kernekapital i pct. af danske institutters risikovægtede og uvægtede balance, ultimo 2012



Anm.: Kapitalkravet er defineret som kravet til institutternes egentlige kernekapital ifølge Kapitalkravsdirektivet (fuld indfasning 2019) plus de i SIFI-aftalen angivne ekstrakrav i pct. af institutternes balance. Regnskabsdata ultimo 2012. Værdierne for ikke-SIFI institutterne er et simpelt gennemsnit. Beregningerne tager ikke hensyn til den "implicitte stramning" som knytter sig til styrket kapitalkvalitet og ændringer i risikovægte.
Kilde: Bloomberg, Finanstilsynet og den danske SIFI-aftale.

Der er således ikke grundlag for at sige, at SIFI-institutterne er pålagt større kapitalkrav end mindre institutter.

Søjle II krav reducerer ekstrakrav til SIF'erne

Ud over de særlige SIFI-krav og søjle I krav, må det forventes at institutterne også vil være omfattet af såkaldte søjle II krav, som er et tillæg til de øvrige krav. Søjle II kravet fastlægges af institutterne med udgangspunkt i Finanstilsynets 8+ metode. Disse søjle II krav skal principielt opfange de risici, som ikke vurderes at indgå i beregningen af kapitalkravene under søjle I. I 2012 var søjle II kravet for SIFI-institutter på ca. 2 pct. af de risikovægtede aktiver i gennemsnit eller ca. 0,5 pct. af balancen. For ikke-SIFI institutter var kravet større: Omkring 3 pct. af de risikovægtede poster eller ca. 1,9 pct. af balancen. Søjle II kravene trækker dermed yderligere i retning af at reducere det samlede ekstrakrav, som stilles til SIFI-institutter.

Risiko i konjunkturopgang

6.4.2 Risiko for konjunkturmedløb i risikovægte og solvens

De nye IRB-metoder er ikke tidligere anvendt i en konjunkturopgang. Hvis der ikke fra myndighedernes side udvises stor påpasselighed, kan vægtene falde mærkbart, når konjunkturerne næste gang går frem. Det vil medføre et teknisk løft i solvensprocenten, som ikke afspejler styrket kapitalisering i institutterne. Udlånspotentialet vil dermed øges, hvilket kan skabe problemer i institutterne – i form af risiko for unødigt stram kreditpolitik – når konjunkturerne vender igen.

Særlig risiko for at tab ved misligholdelse kan øge konkurrentmedløb

Beregning af risikovægtene kræver bl.a., at institutterne opgør sandsynligheden for misligholdelse og størrelsen af det eventuelle tab. Det er særligt konjunkturmedløb i størrelsen af tabet, der kan have stor effekt på risikovægtene og solvensprocenten, men konjunkturmedløb i misligholdelsessandsynligheden spiller også en rolle. Sandsynlighed for misligholdelse og tab ved misligholdelse estimeres af institutterne med historiske data, og der kræves eller foreligger ikke nødvendigvis et datagrundlag, som dækker flere konjunkturcykler. Det fremgår dog samtidig af reglerne, at skønnene skal være konservative og reflektere en situation med dårlige konjunkturer og tilsynet stiller samtidig krav, som reducerer risikoen for konjunkturmedløb. Det er særligt i en konjunkturop-

gang, hvor der kan være forskel på den regelbaserede tilgang, og institutternes egen vurdering af udlånsporteføljernes risiko.

Det konjunkturmedløbende element kan medføre stigende udlånspotentialer i gode år, som kan forstærke konjunkturbevægelserne. Det forstærkes af, at basiskapitalen – dvs. tælleren i solvensprocenten – også er cyklisk bl.a. i kraft af konjunkturmedløbende nedskrivninger. Den foreslåede konjunkturbuffer på op til 2,5 pct. af de risikovægtede aktiver er tænkt som et instrument, som bl.a. skal sikre, at institutter kapitaliserer sig tilstrækkeligt i gode tider. Virkningen herfra kan imidlertid hurtigt blive opvejet som følge af det automatiske medløb via nye beregningsprincipper.

Stigende udlånspotentialer kan forstærke udsving

6.4.3 Teoretiske og praktiske problemer ved opgørelsen af risikovægte

Der opgøres risikovægte for en række risici. Den vigtigste er kreditrisiko, dvs. risikoen for at et udlån misligholdes. I de store institutter er det typisk omkring 60-80 pct. af de risikovægtede aktiver, der vedrører kreditrisiko.

Der indgår forskellige politisk motiverede nedslag i den formel, som IRB-institutterne skal bruge til at beregne kreditrisikovægte. Det gælder bl.a. for udlån til små og mellemstore virksomheder og engagementer under 1 mio. euro. I forbindelse med vedtagelsen af de seneste stramninger af kapitalkravene i EU-regi blev der også sent i processen indført en lempelse til små og mellemstore virksomheder.

Politisk motiverede rabatter udhuler kapitalkrav

Institutter, der anvender IRB-metoder, skal også fortsat bruge en risikovægt på 0 for placeringer i statsobligationer fra fx EU-lande. Når institutterne låner penge ud til fx den græske eller spanske stat ved at købe statsobligationer, så antages det altså, at der ikke kan forekomme uventede tab og institutterne skal derfor ikke styrke kapitalgrundlaget.

Disse rabatter kan betyde, at kapitalkravene udhules og at institutterne tilskyndes til at foretage udlån, der ikke er tilstrækkelig kapitaliseret bag. Gennemsigtheden og troværdigheden omkring systemet svækkes.

Det teoretiske grundlag for beregning af kreditrisikovægtene er også blevet kritiseret. Det antages fx, at risikoen ved et udlån er uafhængig af den udlånsportefølje, som udlånet indgår i. Beregningsformlen undervurderer risikoen for store tab og tager ikke hensyn til, at der kan være behov for at sætte kapital til side på grund af forhold, som er særegne for den specifikke bank – fx koncentrationsrisici. Beregningsformlen er ikke udtryk for best practice i sektoren, hvilket betyder, at der kan være væsentlig forskel på den risiko, som et udlån tillægges i en bank, og den risikovægt, som beregnes efter reglerne. Særligt under en højkonjunktur kan der være en konflikt mellem myndighedernes krav og institutternes egne vurderinger af risici.

Svært at tolke risikomål

Endelig er der forskel på, hvordan risikovægtene opgøres i forskellige institutter. I EBA, EU's bankmyndighed, er der igangsat et analysearbejde for at forstå de store forskelle på risikovægtene på tværs af lande og banker. En af konklusionerne er foreløbig, at 25 pct. af variationen i risikovægtene kan forklares af metodiske forskelle og forskelle i tilsynspraksis.

Det samlede indtryk er derfor, at det er uklart, hvilke risici risikovægtene reelt er udtryk for. De er vanskelige at tolke og tjekke efter og systemets troværdighed svækkes af diverse nedslag. Det gør det også vanskeligere at forholde sig til søjle II kapitalkravene, som netop sigter på at tage hånd om de risici, der ikke opfanges under søjle I. Samtidig gælder dog, at institutter, der bruger IRB-modeller til at beregne risikovægte, skal vurdere, om modelusikkerheden eller usikkerhed om fremtidige konjunktoregenskaber bør give anledning til ekstra søjle II krav.

IRB-institutter stilles bedre i kampen om de gode kunder

Anvendelsen af IRB-metoden medfører lave risikovægte for udlån med lav forventet sandsynlighed for misligholdelse. Det kan isoleret set være velbegrunder. Men det betyder, at IRB-institutter stilles bedre i konkurrencen om de mest kreditværdige kunder sammenlignet med andre banker, der anvender den såkaldte standardmetode. På den måde er de forskellige opgørelsesmetoder med til at forvride konkurrencen på markedet, jf. kapitel 11.

6.5 Omkostningerne ved højere kapitalkrav er moderate

Er egenkapital dyr?

Det oftest anvendte argument imod højere egenkapitalfinansiering er, at egenkapital skulle øge institutternes finansieringsomkostninger, hvilket kan ramme samfundsøkonomien negativt igennem højere lånerenter og en nedgang i investeringer mv.

Her er det imidlertid vigtigt at sondre mellem privatøkonomiske og samfundsøkonomiske omkostninger ved at øge kapitalkravene. Inddrages alle fordele og ulemper, er der således bred konsensus om, at højere kapitalisering på langt sigt vil medføre samfundsøkonomiske fordele. Det gælder navnlig, hvis det kombineres med en mulighed for at sænke kravene i krisesituationer, og kravene udformes således, at der sanktioneres stadig kraftigere, i takt med kapitaliseringen nærmer sig det niveau, der medfører afvikling. Det bidrager til finansiell stabilitet, og de gavnlige virkninger ved den øgede stabilitet overstiger de mulige negative effekter af, at låneomkostningerne kan stige i perioder.

Hertil kommer, at lave finansieringsomkostninger som følge af lav kapitalisering typisk viser sig i gode tider, mens de negative effekter typisk optræder i forbindelse med og forstærker konjunkturfatninger.

Teoretisk resultat – finansiering ved egenkapital ikke dyrere

Teoretisk kan der argumenteres for, at fordelingen mellem egen- og fremmedkapital ikke har effekt på instituttets totale finansieringsomkostninger. Dette kaldes Modigliani-Miller teoremet.²¹ Det betyder ikke, at egenkapital ikke er en dyrere finansieringskilde end gæld. Gennemsnitligt skal og bør aktionærer kræve en højere risikopræmie end kreditorer, da de som udgangspunkt – i fravær af statslige garantier – er de første til at bære eventuelle tab.

Høj egenkapital reducerer afkastkrav

Men hvis instituttet øger sin egenkapitalandel, så vil markedsmekanismerne sørge for, at de totale finansieringsomkostninger forbliver nogenlunde uændrede. Mekanismen er, at når egenkapitalfinansieringen øges – og fremmedkapitalfinansieringen tilsvarende falder – så stiger instituttets tabskapacitet og konkursrisikoen reduceres. Aktionærene vil derfor sænke deres risikopræmie – ikke bare den nye aktionærer men også de nuværende aktionærer. Desuden vil kreditorerne også sænke deres risikopræmier, da instituttet nu skal tabe mere, før kreditorerne mister deres penge. På længere sigt vil større egenkapitalfinansiering derfor ikke medføre større finansieringsomkostninger.

Teorien holder næppe helt i virkeligheden – et empirisk spørgsmål

I praksis er der imidlertid forskellige forhold, som betyder at Modigliani-Miller teoremet ikke holder fuldt ud. De markedsfejl, eller brud med modellens grundforudsætninger, som normalt fremhæves, er eks- og implicite garantier, beskatningsreglerne samt asymmetrisk information og konkursomkostninger. Når teoremet ikke nødvendigvis holder, er det altså bl.a. en konsekvens af regulering, som er indført af andre grunde.

Fx pga. implicite garantier

Især de store kreditinstitutter er som nævnt omfattet af implicite garantier. Alle institutter er desuden omfattet af den eksplicite indskydergarantiordning. Garantierne be-

21. Jf. Modigliani og Miller (1958).

tyder, at instituttets investorer ikke bærer alle potentielle omkostninger ved instituttets risikotagning. Når kreditorer i et institut har en rimelig formodning om, at staten og branchen har overtaget en del risikoen, så reducerer de alt andet lige deres risiko-præmie. Finansiering ved fremmedkapital bliver dermed billigere og prisen/renten på fremmedkapital afkobles helt eller delvist fra instituttets risikotagning. Dermed fungerer den nævnte markedsmekanisme ikke eller kun på nedsat styrke og det kan derfor være forbundet med stigende finansieringsomkostninger for instituttet at hæve egenkapitaldækningen. Den totale omkostning (den samlede risiko) er dog ikke ændret. Forskellen er, at hvor instituttets omkostninger stiger, fordi ejerne påtager sig en større del af risikoen, så falder statens og branchens risiko nogenlunde tilsvarende. For statens vedkommende kommer det til udtryk ved en reduktion i risikopræmien på statsgæld – særligt i dårlige tider.

I sådan et regime kan konsekvensen af højere kapitalkrav være, at låneomkostningerne forøges, hvilket fx kan have en dæmpende effekt på investeringsomfanget. Men her er det vigtigt at forstå, at investorerne ikke ville have gennemført disse investeringer eller krævet højere risikopræmier, hvis ikke institutterne havde været forsikret af en tredje part/staten.

Det er den samlede vurdering, at en forøgelse af de danske pengeinstitutters risikovægtede egenkapitaldækning vil have meget begrænsede effekter på udlånsrenten på længere sigt. For ikke-SIFI'er er konklusionen, i de mest overbevisende modeller, at langt hovedparten af den direkte effekt på finansieringsomkostningerne fra en forøgelse af egenkapitaldækningen modsvares af en reduktion i investorernes afkastkrav.

Samlet peger resultaterne i retning af, at en stigning i egenkapitaldækningen i form af egentlig kernekapital på 1 pct.point af de risikovægtede aktiver vil øge institutternes finansieringsomkostninger med maksimalt 0,06 pct.point. i gennemsnit på sigt og effekten vil med stor sandsynlighed være lavere og ikke nødvendigvis forskellig fra 0. Analyserne medregner kun omkostningssiden og inddrager således ikke, at lav kapitalisering kan medføre svækket adgang til finansiering og høje låneomkostninger i perioder med finansiell uro.

Et højt kapitalkrav i normale og gode konjunkturperioder giver plads til en større lempelse af kravene i krisesituationer. Samtidig er mulighederne for at styrke kapitaliseringen klart bedre i gode tider: Det er billigere end i perioder, hvor der er uro og usikkerhed om fremtiden.

Hvis en skærpelse af kravene til egenkapital derfor indføres i perioder, hvor konjunkturerne er fornuftige og i øvrigt ledsages af en mulighed for at lempe kravene i en krisesituation, vil det styrke den finansielle stabilitet, reducere risikoen for usund udlånsvækst i den konjunkturopgang, hvor kravene indføres, og mere permanent reducere risikoen for kreditklemme, og de langsigtede effekter på udlånsrenterne vil være meget små.

De fleste studier finder, at højere kapitalkrav samlet set har positive nettoeffekter – gevinster i form af større finansiell stabilitet opvejer mulige negative effekter fx i form af højere udlånsrenter – også for kapitalniveauer, som ligger over de nye kapitalkrav. Det skyldes, at der er en række fordele ved at sikre en velkapitaliseret finansiell sektor. Et eksempel på en relevant analyse er fra Sveriges Riksbank, som konkluderer, at kapitalkravene i Basel III er for lempelige.²² Analysen peger desuden på, at det særligt gælder for lande, som er kendetegnet ved 1) den finansielle sektor er stor ift. økonomien, 2) koncentrationen i sektoren er høj, 3) bankerne er meget sammenbundne på markedet for

Kan resultere i kreditklemme

Men samlet set er finansiering ved egenkapital ikke ret dyr

22. Jf. Sveriges Riksbank (2011): Appropriate capital ratio in major Swedish banks – an economic analysis.

finansiering – høj smitterisiko og 4) bankerne anvender en høj andel af kortsigtet, udenlandsk finansiering. Disse karakteristika gælder for Danmark og særligt for de store SIFI-institutter.

6.6 SIFI-aftalen – uheldigt fokus og for lempelig

SIFI-aftalen

I oktober 2013 indgik et bredt flertal i Folketinget aftale om, hvordan SIFI-institutter skal identificeres og hvilke kapitalkrav SIFI-institutter skal pålægges i Danmark.²³ SIFI-institutter er de institutter, der opfattes som systemisk vigtige, og som ifølge aftalen er kendetegnet ved, at *"det kan have vidtrækkende negative konsekvenser for husholdninger, virksomheder og samfundsøkonomien generelt, hvis de kommer i problemer"*. Aftalen nævner, at det ikke er hensigten at SIFI'er skal afvikles efter Bankpakke 3, da der er tale om systemiske institutter, og konkluderer, at der er behov for, at der fastsættes skrapere krav til SIFI'er end til andre institutter.

SIFI-aftalen har fokus på konkurrenceevne

I SIFI-aftalens specifikke del er der imidlertid lagt vægt på, at danske SIFI'ers konkurrenceevne ikke må forringes ift. SIFI'er i en række referencelande. Dermed er det ambitionsniveauet i andre lande, som vil være retningsgivende for de krav, der i sidste ende vil blive stillet til danske SIFI-institutter. Fx vil kapitalkravene til danske SIFI'er skulle reduceres, hvis det viser sig, at de valgte sammenligningslande skruer ned for ambitionsniveauet de kommende år, jf. boks 6.7.

Boks 6.7 SIFI'ers konkurrenceevne tillægges stor vægt

I den politiske aftale om kravene til danske SIFI-institutter er det først og fremmest hensynet til SIFI'ers evne til at stå sig i konkurrencen med udenlandske SIFI'er, som er retningsgivende.

Det fremgår fx af aftalen, at

*"Såfremt det viser sig, at slutniveauet for de danske SIFI-kapitalkrav ikke er på linje med slutniveauet i sammenlignelige europæiske lande (), vil slutniveauet for de danske SIFI-kapitalkrav blive tilpasset hertil".*²⁴

*"Der sigtes mod, at kravene [til stabil finansiering/NSFR, red.] i Danmark skal være på linje med forholdene i de oven for nævnte sammenlignelige lande".*²⁵

Ved beregningen af den kapitalgrænse, som fastlægger hvornår muligheden for at tilbageføre overskud indskrænkes, vil det individuelle søjle II-krav ikke blive medregnet. Det står i modsætning til ekspertudvalgets anbefaling.²⁶ Også her henvises til konkurrenceevne:

*"Skulle der i løbet af de kommende år udvikle sig en mere ensartet EU-praksis vedrørende fastsættelse af triggerne, er parterne enige om at se på behovet for at justere triggermodellen".*²⁷

Regeringens Kommissorium for ekspertudvalgets arbejde fastslog, at udvalget så vidt muligt skulle tilstræbe, at der sikres lige konkurrencevilkår dels mellem SIFI'er og andre kreditinstitutter i Danmark og dels mellem danske SIFI'er og SIFI'er i andre lande. Det har udvalget arbejdet efter. Udvalgets forslag var imidlertid skarpere end dem, som indgik i den endelige SIFI-aftale.

23. Jf. Erhvervs- og Vækstministeriet (2013): SIFI aftalen.

24. Jf. Erhvervs- og Vækstministeriet (2013): SIFI aftalen, s. 6. Følgende lande nævnes: Sverige, Norge, Storbritannien, Tyskland, Frankrig, Holland, Østrig og Schweiz.

25. Jf. Erhvervs- og Vækstministeriet (2013): SIFI aftalen, s. 7.

26. Et institut skal indsende en kapitalbevaringsplan til Finanstilsynet, når det samlede kapitalkrav (søjle I+II samt det kombinerede bufferkrav) ikke er opfyldt.

27. Jf. Erhvervs- og Vækstministeriet (2013): SIFI aftalen, s. 9.

Dette kriterium er forfejlet, jf. boks 6.7. Sigtet bør være at sikre finansiel stabilitet i Danmark med udgangspunkt i de særlige risici, som kendetegner det finansielle system i Danmark, og samspillet med resten af økonomien. Danmark fører fastkurspolitik og den finansielle sektor er relativt stor sammenlignet med andre lande. Vi har en lempelig adgang til samfundsøkonomisk risikable låneformer og et volatilt bolig- og ejendomsmarked. Desuden er Danmark et lille land, som finansielt er stærkt integreret med andre europæiske lande. Disse forhold tilsiger som udgangspunkt, at Danmark bør stille relativt strikse krav til kreditinstitutternes polstring.

Forfejlet kriterium

Boks 6.8 Hensynet til konkurrenceevneeffekter af finansiel regulering

Den finansielle regulering af danske SIF'er er utilstrækkelig. Kapitalkravene vurderes at være for lave og afviklingsregimet kan ende med at være utroværdigt. Der er derfor en implicit statsgaranti, dvs. en markedsforventning om, at staten vil gribe ind under en systemisk krise og redde nødstedte SIF'er.

Implicit statsgaranti er at sidestille med selektiv erhvervsstøtte. Konkurrenceevnen forbedres for institutter, der har implicit statsgaranti, over for de udenlandske institutter og indenlandske institutter, som ikke er omfattet, fordi der er en klarere forventning, om at ejere og kreditorer må tage hele tabet i tilfælde af problemer.

Gevinsten fra støtteelementet for det enkelte institut modsvares af en omkostning bl.a. for staten.²⁸ Desuden vil støtteelementet øge tilskyndelsen til høj gearing og til at tage andre former for risiko. Erhvervsstrukturen påvirkes også, fordi støttede aktiviteter vokser og tiltrækker resurser fra andre dele af økonomien, som ikke på samme måde får offentlig støtte.²⁹

Der er således gode samfundsøkonomiske argumenter for mere effektiv finansiel regulering, som reducerer den implicite støtte, selvom den som en bivirkning kan svække store institutters internationale konkurrenceevne. Det kan styrke den finansielle stabilitet og sikrer en mere effektiv udnyttelse af produktionsressourcerne.

Set fra et snævert dansk samfundsøkonomisk synspunkt kan der faktisk være fordele ved, at have tilpas stram regulering herhjemme, mens andre lande har for lempelig regulering. Hvis institutter i andre lande på den baggrund vinder markedsandele, påtager disse lande sig en større del af den samlede finansielle risiko til fordel for den danske stat, mens danske virksomheder har mulighed for at opnå billig finansiering i udlandet som følge af støtteelement, der helt eller delvist finansieres af skatteborgerne i de lande, der har lempelig regulering.

Set ud fra et samlet EU-perspektiv er det dog uheldigt, hvis nogle lande har for lempelig finansiel regulering. Det øger risikoen for finansielle kriser i de pågældende lande, med mulige smitteeffekter på andre.

Hvis andre lande vælger, at have mere lempelige regler end deres systemiske risici måtte tilsige, skal det ses som udtryk for statslig støtte til deres kreditinstitutter. Det kan i normale og gode tider stille institutterne lidt bedre end deres konkurrenter i andre lande, som har indrettet reguleringen tilpas stramt. Disse forskelle kan medføre regulatorisk arbitrage, dvs., at bankaktiviteter flytter i retning af lande med lempelig regulering. Men det bør ikke begrunde lempeligere regulering i Danmark. Udenlandsk statsstøtte er ikke et argument for dansk statsstøtte. Sigtet bør være at indrette reguleringen, så de danske systemiske risici i passende omfang internaliseres i danske kreditinstitutters beslutninger.

Regulering i andre lande kan blive styrende i Danmark

28. Tilskuddet optræder på statsbudgettet i form af højere løbende statslige finansieringsomkostninger og en potentielt betragtelig udgift, hvis udstedte statsgarantier kommer til udbetaling i en krisesituation.

29. Implicit statsgaranti kan ikke helt undgås og det er næppe heller hensigtsmæssigt: Selv med meget stærk regulering kan der opstå en systemisk krise, hvor staten bør træde hjælpende til. Med meget stærk regulering, kan de omkostninger, bankerne pålægges, blive så høje i forhold til statens risiko, at det er samfundsøkonomisk uhensigtsmæssigt.

Kapitalkrav svækker ikke nødvendigvis konkurrenceevnen

Hertil kommer, at det ikke er entydigt, at strammere kapitalregulering vil svække konkurrenceevnen for en stor international bank i fremtiden. Schweiz har en meget stor og international finansiel sektor, og i Schweiz har man indført relativt stramme kapitalkrav. Det skal formentlig ses i sammenhæng med, at det ses som en fordel for landet, hvis sektoren fremstår robust og tillidsfuld. Høje kapitalkrav kan som nævnt også reducere omkostningerne ved fremmedkapitalfinansiering, navnlig i et ideelt velreguleret system, hvor det primært er bankerne, der bærer byrderne i en krisesituation. I sådan et system vil høj kapitalisering tiltrække investorer, som sætter pris på, at deres investering er rimelig sikker, og fordelene ved høj kapitalisering vil blive mere tydelige.

Høj kapital kan give markedsandele under uro

Hertil kommer, at relativt velkapitaliserede kreditinstitutter har gode muligheder for at vinde markedsandele i perioder med finansiell uro. Banker med solvensproblemer må ofte geare ned – dvs. skru ned for udlånene – når der er krise. Det vil ikke være nødvendigt i institutter, som er godt kapitaliserede. Udviklingen i Danmark kan ses som et eksempel. I Danmark har realkreditinstitutter vundet store markedsandele fra danske pengeinstitutter i årene efter krisen. Der er samtidig en tendens til, at de pengeinstitutter, der har skruet mest ned for udlånsvæksten efter krisen, netop var lavt kapitaliserede og havde væsentlige indlånsunderskud, kort før krisen ramte.

SIFI-aftalen noget lempeligere end anbefalet

Samlet er SIFI-aftalen om afgrænsning af og krav til SIFI-institutter, som blev indgået i oktober 2013, noget lempeligere end ekspertudvalgets forslag og de muligheder, der foreligger inden for EU-reglerne:

- *SIFI-krav:* SIFI-ekspertudvalgets rapport foreslog, at Danske Bank skulle have et SIFI-krav på 3,5 pct. af de risikovægtede aktiver. Desuden lagde udvalget op til en mere trinvis skala, således at fx Danske Bank kunne få endnu større krav, hvis banken blev endnu større og endnu mere systemisk. I den politiske aftale er det højeste SIFI-krav, som gælder for Danske Bank, imidlertid fastsat til 3 pct. af de risikovægtede aktiver. Såfremt SIFI'er bliver mere systemiske, vil det kræve en lovændring i Danmark, hvis der skal stilles højere kapitalkrav end 3 pct. Ekstrakravet på de 3 pct. svarer til kun 0,75 pct. af den samlede balance og skal ses i sammenhæng med, at Danske Banks balance udgør 200 pct. af Danmarks BNP.
- *Tilbageholdelse af udbytter:* SIFI-ekspertudvalget foreslog, at den kapitalgrænse, som udløser begrænsninger i udbyttebetalingerne, skulle være inklusiv søjle II kravet. Begrænsninger af udbyttebetalinger vil netop bidrage til at genopbygge egenkapitalen. I SIFI-aftalen blev det besluttet, at det såkaldte søjle II ikke indgår i det kapitalkrav, som, når det overskrides, udløser begrænsninger i udbyttebetalingerne. For SIFI-institutter udgør søjle II kravet 2 pct. af de risikovægtede aktiver, hvilket svarer til ca. 0,6 pct. af balancen i 2012.
- *Den kontracykliske kapitalbuffer:* Efter EU-reglerne kan de anvende en kontracyklisk kapitalbuffer på op til 2,5 pct. af de risikovægtede aktiver, og mere under helt særlige forhold.
- SIFI-aftalen begrænser anvendelsen af denne buffer, idet den maksimale grænse indføres gradvist frem mod 2019.
- *Indfasning af kapitalkrav* sker frem mod 2019, dvs. langsommere end i sammenlignelige lande.
- DLR, som formidler realkreditlån til dansk landbrug, blev i aftalen kategoriseret som SIFI, selvom det ikke var ekspertudvalgets indstilling. Det betyder, at stort set hele det danske realkreditsystem opfattes som systemisk vigtigt, og dermed er omfattet af den implicite garanti, der er forbundet med at blive karakteriseret som et SIFI-institut. Det var DLR positivt indstillet overfor. Det skal ses i sammenhæng med at det

Realkredit opfattes som systemisk vigtig

ekstra kapitalkrav, som instituttet ville blive mødt med – på 1 pct. af de risikovægtede poster, som indføres frem mod 2019 – må ventes opfyldt, hvis DLR, som de øvrige SIFI'er, får adgang til at anvende IRB-modeller i opgørelsen af risikovægte.

Ekspertudvalget foreslog, at der for alle SIFI-institutter – uanset graden af systemiskhed og ud over de nævnte SIFI-krav – stilles krav om etablering af en krisehåndteringsbuffer på 5 pct. af de risikovægtede poster, bestående af gældsinstrumenter, der bliver konverteret til egentlig egenkapital eller nedskrives, hvis instituttet overgår til krisehåndtering. Hybrid kernekapital og supplerende kapital, som tælles med i søjle I kravet, kan regnes med i de 5 pct. Da hybrid kernekapital og supplerende kapital kan udgøre 3,5 pct. af risikovægtede aktiver under søjle I, er ekstrakravet herfra på 1,5 pct.

Anbefalet buffer på 5 pct.

SIFI-aftalen indeholder ikke nærmere overvejelser om dette ekstra krav til hybrid kernekapital eller lignende på 1,5 pct. af de risikovægtede aktiver. Spørgsmålet blev udsendt, indtil der på EU-plan er opnået enighed om reglerne for krisehåndtering. De fælles EU-regler for krisehåndtering blev endeligt vedtaget i december 2013, to måneder efter SIFI-aftalen blev besluttet, og det er forståelsen, at de endelige regler om, hvilke krav der skal stilles til SIFI'er, her efter vil blive fastsat, når direktivet implementeres i dansk lov (dvs. i 2015).

Spørgsmålet udsendt

Status lige nu er derfor, at basiskapitalkravet til SIFI'er som udgangspunkt er 1,5 pct. lavere end i udvalgets forslag og for Danske Bank 2 pct. lavere. Hertil kommer virkningen af den gradvise indfasning af loftet for den kontracykliske buffer, samt at søjle II kravet ikke indgår i den kapitalgrænse, som bestemmer, hvornår der ikke kan udbetales udbytter.

Status er svage kapitalkrav

6.7 Mere kapital og øget tilskyndelse til stærk kapitalisering

Vi foreslår, at kapitalkravene til især SIFI'er styrkes, og at der indføres et uvægtet kapitalkrav, som kan lægge en sikker bund under systemet, således at yderligere fald i risikovægtene ikke svækker kapitaliseringen.

Danmark bør udnytte råderummet inden for rammerne af EU's regler – Kapitalkravsdirektivet mv. – i fastsættelsen af kapitalkrav til SIFI-institutterne. Kravene bør være særskilt stramme i normale og gode tider, men med mulighed for at sætte dem ned i kriseperioder. Skærpede krav bør så vidt muligt være i form af egentlig kernekapital. Hensyn til danske institutters internationale konkurrenceevne bør ikke spille nogen rolle. Der bør også i EU-regi arbejdes for en generel forøgelse af kapitalkravene til større institutter, som evt. kan kombineres med færre administrative krav og evt. mindre vægt på krav, som medfører restriktioner på institutternes aktivside.

Råderummet bør udnyttes

Som minimum bør Ekspertudvalgets forslag om kapitalkrav til SIFI'er implementeres fuldt ud.

Anvendelse af risikovægte kan principielt have en række fordele, men i øjeblikket er opgørelsesmetoderne ikke modne nok til, at vægtene bør spille en så vigtig rolle i reguleringen. Danmark bør derfor i EU-regi arbejde for, at der indføres et uvægtet kapitalkrav (gearingskrav) til institutter, der anvender IRB-metoder, som kan lægge en sikker og ambitiøs bund under systemet.

Risikovægte bør spille mindre rolle

Det bør sikres, at der i institutter, som bruger IRB-metoder, regnes efter ensartede metoder og principper, og der bør være mere ekstern kontrol med opgørelserne. De poli-

Metoder og principper bør ensrettes

tisk motiverede nedslag bør undgås. Desuden bør det sikres, at kapitalkrav til institutter, som bruger IRB-metoder, og kravene til andre institutter, der bruger standardmetoden, i højere grad gøres sammenlignelige. Det kan eksempelvis ske ved at fokusere mere på de uvægtede krav, som er sammenlignelige, men ikke tager hensyn til aktivrisiko. Desuden kan der stilles krav om, at SIFI-institutter også beregner deres vægte med den nuværende standardmetode.

Tilskyndelse ikke styrket

Efter krisen er der ikke i særligt omfang gennemført indgreb, som styrker institutternes egen økonomiske tilskyndelse til selv at sikre høj kapitalisering. Der vil derfor fortsat være en interessekonflikt mellem Tilsyn og institutter, som vanskeliggør Tilsynets opgave.

Selskabsskatten forøger problemet

Både den im- og eksplicite støtte til institutterne reducerer som nævnt deres tilskyndelse til at polstre sig med egenkapital. Samtidig medfører selskabsbeskatningen, at gældsfinansiering bliver billigere end egenkapitalfinansiering. Det skyldes, at renteudgifter på gæld kan trækkes fra i selskabsskatten, mens afkast på egenkapital, herunder udbytter, ikke kan trækkes fra. Denne favorisering af gæld kan forøge institutternes risikotagning og svække den finansielle stabilitet.

En ændret selskabsskat?

En mulighed for at reducere problemet er en omlægning af selskabsskatten fra det nuværende system til en såkaldt ACE (Allowance for Corporate Equity) model, hvor alle virksomheder får fradrag for normalforrentning af egenkapital. Det vil dog være en stor omlægning, der kræver et væsentligt forarbejde. I det følgende fokuserer vi derfor på mere målrettede ændringer i skattereglerne, som styrker tilskyndelsen til sund kapitalisering i kreditinstitutterne.

Skat på risikabel gæld

Vi foreslår, at der gennemføres en omlægning af beskatningen af kreditinstitutterne, således at lønsumsafgiften reduceres, mens der til gengæld indføres en skat på risikabel gældsstiftelse. Kreditinstitutter betaler i dag lønsumsafgift, fordi det af praktiske grunde ikke har været muligt at indføre moms på finansielle virksomheder. Lønsumsafgiften er en skat på arbejdskraft, som ikke understøtter det generelle sigte med den finansielle regulering.

I stedet for lønsumsafgift – eller som led i en omlægning, hvor lønsumsafgiften nedsættes – kan der indføres en afgift på risikabel gearing over et vist niveau.³⁰ Gearing måler, hvor meget rentebærende gæld virksomheden har ift. egentlig egenkapital. Jo større rentebærende gæld virksomheden har, jo større skatterabat får virksomheden i dag via selskabsbeskatningen. En skat på gearing/gæld – eller mere præcist på fradragsberettigede renteudgifter – kan modvirke denne skævhed.

Andre lande har bankskat

I flere andre lande er der indført skat på gældsætning i finansielle institutioner. Et studie har analyseret virkningerne af disse initiativer.³¹ Analysen peger på, at institutter med lav solvensbuffer – dvs. lille margin ift. de formelle solvenskrav – har en tendens til at øge risikotagningen, når der indføres en skat på gældsfinansiering, mens det ikke ser ud til at være tilfældet for institutter, som er relativt godt kapitaliserede. De institutter, som har en risikobetonet strategi eller solvensproblemer, kan således tænkes at reagere på sådan en skat ved at placere deres midler i mere risikable projekter. Analysen er imidlertid foretaget i kriseårene, og effekterne er næppe de samme hvis skatten indfø-

30. Modellen kan ses som en slags parallel til reglerne om tynd kapitalisering, som gælder for danske datterselskaber med udenlandsk moder. Reglerne for tynd kapitalisering indebærer, at et datterselskab (med udenlandsk moderselskab) kan blive omfattet af rentefradragsbeskæring, hvis datterselskabets solvens er under 20 pct. (uvægtet) og visse andre betingelser er opfyldt. En egenkapital under 20 pct. ses således som udtryk "for tynd kapitalisering" i disse dattervirksomheder. I kreditinstitutter skal grænsen dog sættes noget lavere.

31. Jf. Devereux, M.P., Johannesen, N. og John Vella (2013): Can taxes tame the banks? Evidence from European bank levies. Economic Policy Research Network, EPRU working paper series, Nr. 05, vol. 2013.

res i normale og gode tider, hvor de færreste institutter har solvensproblemer. Desuden kan udfordringen reduceres hvis skatten fx lempes i krisetider. Det foreslås som nævnt også at indføre et uvægtat kapitalkrav, som kan være bindende. Det kan medføre, at institutter kompenserer ved at tage højere risiko på aktivsiden, og det er en uhensigtsmæssig effekt.

Derfor lægger vi op til, at skattegrundlaget for en ny skat skal være afhængig af den risikovægtede gæld i instituttet (eller mere specifikt, på de fradragsberettigede renteudgifter), hvor risikovægten er den gennemsnitlige risikovægt på instituttets aktiver. Hvis en virksomhed reagerer på beskattningen ved at tage mere risiko på aktivsiden, vil konsekvensen dermed være, at der udløses en endnu højere skat, uden at lønsumsafgiften sættes yderligere ned.

Denne skatteform vil reducere selskabsbeskatningens favorisering af gældsfinansiering og vil som udgangspunkt ikke øge skattebyrden, fordi lønsumsafgiften sættes tilsvarende ned. Kun hvis gearing eller risikotagning øges i forhold til et på forhånd veldefineret niveau, vil beskattningen øges, men det skal ses i sammenhæng med, at gældsfinansiering i forvejen favoriseres via selskabsbeskatningen.

Vi foreslår at indføre denne skatteform for institutter, der har fået tilladelse til at anvende IRB-modeller i opgørelsen af risikovægtene. Selv om IRB-metoderne er behæftet med stor usikkerhed, og der anvendes forskellige beregningsmetoder i institutterne, så må man formode, at de er mere præcise end standardmetoden, som er mere grovkornet. Det betyder samtidigt, at afgiften især vil være målrettet SIFI-institutter, som har relativ høj gearing og som fik en stor solvensrabat ved overgangen til de nye IRB-metoder. Denne beskatningsmodel vil målrettet øge den økonomiske tilskyndelse til at få en større solvens end det, som de lempelige regler isoleret set tilsiger.

Beskatningsmodellen har den ulempe, at tilskyndelsen for institutterne til at opgøre lave risikovægte kan øges. Det problem reduceres i nogen grad, hvis der indføres et gearingskrav, som sætter en bundgrænse for, hvor langt egenkapitalen kan bringes ned som andel af de uvægtede aktiver. Desuden kan skattemodellen blive styrket ved at sikre skærpet revision af og kontrol med institutternes opgørelse af risikovægte. Det er under alle omstændigheder nødvendigt.

Det bør også overvejes, om institutter på andre måder kan belønnes, hvis de sikrer og kan føre bevis for en tilpas høj egenkapitalandel. Med de nugældende kapitalkrav mv. bør tilsynet have resurser til at gennemføre flere og dybere inspektioner navnlig i store, systemiske institutter. Det kan i den forbindelse overvejes, om SIFI'er, der er særligt velkapitaliserede, kan omfattes af en lempeligere praksis på relevante områder. Det vil kunne øge institutternes egen tilskyndelse til at sikre tilpas høj polstring.

Der er visse dele af den finansielle regulering, der lempes automatisk, hvis egenkapitalen øges. Eksempelvis vil en forøgelse af den egentlige kernekapitaldækning automatisk reducere udfordringerne med at leve op til kravene til stabil finansiering, det såkaldte Net-Stable-Funding-krav, fordi egenkapital er meget stabil finansiering. Analyserne peger på, at omkostningerne for institutterne, ved at leve op til Net-Stable-Funding-kravet, skønsmæssigt kan svare til virkningen af at forøge kapitalkravet med 3 pct. af de risikovægtede aktiver. På nationalt niveau og på EU-plan bør der arbejdes videre i den retning, så institutter med stærk kapitaldækning belønnes ved at skrue ned for andre krav, som kun er den næstbedste løsning sammenlignet med højere kapitalisering, og som påfører institutterne højere omkostninger.

Skat bør afhænge af risikovægtet gæld

Gavnlige effekter

Bør gælde institutter, der anvender IRB

Stadig et problem med risikovægtene

Yderligere tilskyndelse til bedre kapitalisering

Konjunkturbetinget element kan tilføjes

Der er argumenter for, at sådanne belønningsmodeller også skal indeholde et konjunkturbetinget element, så tilskyndelsen til at polstre sig bliver mindre, når konjunkturerne svækkes og der er risiko for kreditklemme. Hvis et institut opbygger en solvensbuffer, der er tilstrækkeligt stor, kan en del af denne buffer eksempelvis henregnes til en konto, som giver et passende fradrag i lønsumsafgiften. I en lavkonjunktur med risiko for kreditklemme kan fradraget ophæves, så tilskyndelsen til at fastholde en høj solvensbuffer fjernes. Tilsvarende kan man give mulighed for, at skatten på risikabel gearing kan sættes ned i en lavkonjunktur.

Baggrundsrapporter og -notater anvendt i dette kapitel

Karlsson, A.G., Larsen, R.B., og Christiansen, J.K. (2014): Likviditetskrav i den nye regulering: En beskrivelse af tre centrale reguleringstiltag. Kraka (2013a): Kreditrisiko efter IRB-metoden: Vaciceks formel.

Kraka (2013b): SIFI-aftalen.

Kraka (2013c): SIFI-kapitalkrav og risikovægtede aktiver: Er SIFI-kravene baseret på et for løst grundlag?

Kraka (2014b): Betinget hæftelse: Et regneeksempel.

Kraka (2014d): En model for skat på gæld.

Jensen, L. (2014a): De økonomiske omkostninger af højere kapital- og likviditetskrav: Effekt på udlånsrente og BNP.

Jensen, L. (2014b): Modigliani-Miller effekten: Resultater på danske data.

Jensen, L. (2014c): National diskretion ift. kapitalkravene i EU-lovgivningen.

Jensen, L. (2014e): Økonomiske effekter af Basel III.

Jensen, L., Andersen, C. H., Larsen, N. W. og Karlsson, A. G. (2014): Ny finansiel regulering i EU og Bankunion.

Larsen, N. W. og Karlsson, A. G. (2014): Implicit statsgaranti: Hvad er værdien af at være SIFI og hvad er konsekvenserne?

Sørensen, R.L., Karlsson, A.G. og Jensen, L. (2013): Større danske kreditinstitutters overgang til IRB-modeller: Effekt på solvens og risikovægtede aktiver.

Sørensen, P. (2014b): Hvad er kreditklemmer?



7. Det Systemiske Risikoråd og makroprudentiel regulering

Boks 7.1 Hovedkonklusioner

- Forud for finanskrisen blev der opbygget store ubalancer og risici i det finansielle system som helhed. Tilsynet med de enkelte finansielle institutter og den traditionelle makroøkonomiske stabiliseringspolitik viste sig at være utilstrækkelige til at sikre robustheden i det finansielle system. De såkaldte makroprudentielle instrumenter skal bidrage til at løse dette problem. På EU-plan er det besluttet, at medlemslandene skal oprette systemiske risikoråd, der skal overvåge opbygningen af systemisk risiko og fremlægge anbefalinger eller træffe beslutninger om konjunkturmodløbende reguleringstiltag rettet mod det samlede finansielle system.
- Den "modcykliske kapitalbuffer" er et centralt makroprudentielt instrument i EU's nye regulering. Det skal bruges til løbende at justere kapitalkravene til bankerne afhængigt af konjunktursituationen og dermed reducere opbygningen af kreditbobler. Det er i Danmark besluttet, at brugen af den modcykliske kapitalbuffer begrænses frem mod 2019. Dermed går Danmark imod den generelle tendens i EU. Det svækker handlemulighederne, hvis der opbygges systemisk risiko på kort sigt.
- I Danmark er det særligt vigtigt at kunne stabilisere bolig- og ejendomsmarkedet, hvilket nødvendiggør brug af makroprudentielle instrumenter rettet mod dette marked. Det kan fx være mulighed for løbende at justere kreditinstitutternes risikovægte for boliglån og geografisk differentieret, idet boligmarkederne er særligt ustabile i de større byer.
- I mange andre EU-lande er det systemiske risikoråd tildelt beslutningskompetence. I Danmark benyttes kun et "følg eller forklar" princip, som indtil videre ikke har haft den store gennemslagskraft.
- I dag kræver et makroprudentielt indgreb en aktiv politisk beslutning. Det kan forsinke beslutningen, hvilket er uheldigt, da tingene kan udvikle sig hurtigt, og der er risiko for en zig-zag kurs bestemt af de politiske vinde. Et mere effektivt system vil være baseret på faste regler eller principper for ændringer i de makroprudentielle instrumenter administreret af et uafhængigt organ med den nødvendige faglige ekspertise.

Boks 7.2 anbefalinger ¹

- Den modcykliske buffer bør relativt hurtigt sættes op til 2,5 pct. af de risikovægtede aktiver. Herefter vil det være Det Systemiske Risikoråds opgave at regulere bufferen i takt med konjunkturudviklingen.
- De særlige danske begrænsninger for anvendelsen af den modcykliske kapitalbuffer bør ophæves.
- Det Systemiske Risikoråd bør have myndighed til at træffe beslutninger vedrørende makroprudentielle instrumenter, herunder den modcykliske buffer og risikovægte for udlån til bolig- og ejendomssektoren, inden for de grænser, som fastlægges af EU-lovgivningen. Rådet bør desuden kunne begrænse adgangen til risikable låneformer inden for på forhånd fastlagte grænser. Folketinget kan fortsat med en aktiv beslutning omgøre rådets beslutninger.
- Ekspertene i Det Systemiske Risikoråd bør have eget uafhængigt sekretariat.
- Planlagte ændringer af den finansielle regulering med betydning for den finansielle stabilitet bør forelægges Det Systemiske Risikoråd, der skal vurdere dels de langsigtede (de)stabiliserende effekter og dels timingen i implementeringen. Regeringen skal redegøre for, hvorledes man vil håndtere disse effekter.
- Som supplement til et systemisk risikoråd med beslutningskompetence bør der være et uafhængigt organ, som løbende beskriver og analyserer finansiell regulering og finansielle forhold med særligt fokus på samspillet med den reale del af økonomien og institutionelle forhold i Danmark.

Opbygning af finansiell risiko bør modvirkes

Finanskrisen har vist, at der er behov for særligt fokus på at modvirke opbygningen af ubalancer og risici i det finansielle system som helhed. Fokus på at sikre robustheden i de enkelte kreditinstitutter og traditionel makroøkonomisk stabiliseringspolitik er ikke altid tilstrækkeligt. Samtidig viser erfaringerne, at det politisk kan være svært at gennemføre forebyggende tiltag, som kunne have dæmpet eller modvirket krisen.

Forskellen mellem mikro- og makroprudentielle instrumenter

Den mikroprudentielle regulering fokuserer på at sikre soliditeten af de enkelte institutter, men uden fokus på risikoen for gensidig afsmitning på andre institutter eller på den samlede økonomi – den systemiske risiko. Det er en vigtig opgave at sikre, at de enkelte institutter er tilstrækkeligt solide, men hvis man kun fokuserer på institutterne, kan der opbygges risici i det samlede system, som ikke opdages. Desuden er kapitalkravene til institutterne forholdsvis lave, hvilket øger risikoen for, at der opbygges systemiske risici. De lave kapitalkrav øger således behovet for makroprudentiel regulering. Omvendt gælder, at fx tilsynsdiamanterne, som bl.a. sigter på at begrænse udlånsvækst i enkeltinstitutter, også kan dæmpe den samlede udlånsvækst i Danmark, og dermed reducere risikoen for, at der opbygges systemiske risici. Den mikro- og makroprudentielle regulering kan derfor i praksis ikke ses uafhængigt af hinanden.

Den makroprudentielle regulering har især fokus på generel opbygning af finansiell risiko, som eksempelvis kan ske, hvis den samlede kreditmængde eller boligpriserne stiger kraftigt. Det makroprudentielle beredskab handler således dels om at overvåge opbygningen af finansiell risici, der kan destabilisere det samlede system, og dels om at sætte tilstrækkeligt tidligt ind med instrumenter, der kan stoppe en risikabel udvikling.

1. Professor Torben M. Andersen er medlem af Det Systemiske Risikoråd. Torben M. Andersen har derfor ikke taget stilling til de forslag, der vedrører rådets mandat og sekretariat.

På EU-plan blev der derfor truffet beslutning om, at medlemslandene skal oprette såkaldte systemiske risikoråd, som skal holde øje med de systemiske finansielle risici. De systemiske risikoråd skal også fremlægge henstillinger på det finansielle område, som kan modvirke, at der opbygges ubalancer i det finansielle system. Henstillingerne vil især vedrøre såkaldte makroprudentielle instrumenter, som er kendetegnet ved, at de er rettet mod opbygning af risici i det finansielle system.

Systemiske risikoråd i EU-lande

7.1 Det Systemiske Risikoråds opgaver

Makroprudentielle instrumenter deles typisk op i to grupper. Den første gruppe sigter efter at begrænse tendensen til konjunkturmedløb på de finansielle markeder. Den anden forsøger at begrænse sårbarheder, der knytter sig til strukturen på markedet – eksempelvis markedsandele eller gensidig afhængighed. Den første gruppe indeholder eksempelvis instrumenter, der forsøger at forhindre bobler på boligmarkedet og risikobetonet udlånsvækst. Instrumenterne her er f.eks. modcykliske kapitalbuffere eller risikovægte. Det kan også være øvre grænser for fx "lån ift. indkomst" eller "lån i forhold til boligens værdi", som kan ændres over tid og dermed påvirke efterspørgslen efter lån. I den første gruppe hører også instrumenter, der begrænser udsving i likviditeten og markedsrisiko. I den anden gruppe hører instrumenter, der forsøger at skabe en hensigtsmæssig struktur i den finansielle sektor. Eksempelvis ved at lægge begrænsninger på ejendomshandel for systemisk vigtige banker.

To typer instrumenter

Det er som udgangspunkt nationale myndigheder der træffer beslutninger om makroprudentielle instrumenter. Blandt de makroprudentielle instrumenter, som er nævnt i EU-reglerne, er den modcykliske kapitalbuffer, risikovægte for udlån til fast ejendom med henblik på at imødegå prisbobler inden for ejendomssektoren, risikovægte for eksponeringer over for andre finansielle virksomheder og likviditetskrav, fx valutaspecifikke reservekrav.

Mange forskellige instrumenter

Den modcykliske kapitalbuffer er det makroprudentielle instrument, der spiller den mest fremtrædende rolle i de nye retningslinjer. Bufferen skal bygges op i gode tider, hvor systemiske risici øges og nedbringes i dårlige tider. Bufferen giver mulighed for at øge kapitalkravene med op til 2,5 pct. af de risikovægtede aktiver og under særlige forhold endnu mere. Bufferen skal bl.a. sikre, at institutterne har kapital nok, når konjunkturerne vender, så risikoen for en kreditklemme mindskes.²

Den modcykliske buffer

En stigning i kravene på 2,5 pct. af de risikovægtede aktiver i en højkonjunktur er ikke nødvendigvis et særligt kraftfuldt virkemiddel. For Danske Bank svarer dette ekstrakrav således til, at kapitalen skal forøges med godt 0,5 pct. af den samlede balance. En del af dette krav kan vise sig at blive opfyldt nærmest automatisk, fordi opgørelsen af risikovægte og kapital kan medføre konjunkturmedløbende solvensprocenter. Derfor vil det reelle ekstrakrav fra bufferen formentlig vise sig at være mindre end 0,5 pct.³ Der er desuden tale om et såkaldt blødt kapitalkrav: Hvis et institut ikke overholder det samlede krav – inkl. konjunkturbuffer – vil mulighederne for at udlodde overskud til ejerne blive indskrænket. Det står i modsætning til det lovpligtige søjle I kapitalkrav, der til enhver tid skal overholdes, hvis instituttet skal fortsætte driften. Den modcykliske buffer gælder alle institutter og er ikke målrettet fx boligmarkedet i Hovedstadsområdet, omend

Behov for flere instrumenter

2. Der er udarbejdet mere detaljerede retningslinjer for anvendelsen af bufferen, dog ikke for principper for neddrøsing i en lavkonjunktur. Baselkomitéen har vedtaget retningslinjer om, at aggregeret kreditgivning i forhold til BNP korrigeret for langsigts-trend bør være den indikator, der styrer fastsættelsen af den modcykliske kapitalbuffer

3. Fx vil et konjunkturbetinget fald i risikovægten i eksemplet på 3 pct.point (fra 24 til 21) kunne modvirke kravet fra den modcykliske buffer. Risikoen skal ses i lyset af, at de nye interne metoder til beregning af risikovægte ikke før er anvendt i en højkonjunktur, jf. kapitel 6.

den kan udløses af bevægelser på boligmarkedet.⁴ Derfor er det vigtigt, at der også er adgang til andre makroprudentielle instrumenter, som både kan påvirke institutters udbud af kredit og efterspørgslen efter kredit.

Særligt behov på boligmarkedet

I Danmark er der et særligt behov for effektive makroprudentielle instrumenter, som kan rettes mod de dele af boligmarkedet, der viser tegn på ustabilitet. Bolig- og ejendomsmarkedet, særligt i Storkøbenhavn og til dels i Århus, har været en kilde til finansiel ustabilitet i 00'erne, og traditionel finanspolitik er ikke velegnet til at sikre stabilitet på markedet. Med indførelse af nye låneformer og boligskattestoppet er udfordringerne med at sikre et stabilt boligmarked desuden øget: markedet er blevet mere volatilt og følsomt overfor ændringer i de korte renter. Det betyder også, at isolerede danske pengepolitiske renteforhøjelser med henblik på at forsvare fastkurspolitikken har fået større samfundsøkonomiske omkostninger. Det kan reducere troværdigheden om fastkurspolitikken og det øger behovet for at undgå situationer, hvor fastkurspolitikken kommer under pres.

Beslutningskompetence hos uafhængige organer ...

Internationale institutioner, fx IMF og EU's overordnede systemiske risikoråd, har anbefalet, at politisk uafhængige institutioner, som Nationalbanken eller de nationale systemiske risikoråd, får myndighed til selv at træffe beslutning om centrale makroprudentielle instrumenter. Hvis ansvaret placeres politisk, er der risiko for, at politiske hensyn vil stå i vejen for vigtige forebyggende foranstaltninger, fx på grund af pres fra branchen, eller fordi der politisk er en opfattelse af at "this time is different". Det er således helt normalt, at krisebevidstheden forsvinder igen og paraderne sænkes i takt med, at krisen kommer på afstand. Det er derfor vigtigt at sikre en beslutningsstruktur, som fastholder fokus. Makroprudentielle tiltag, som netop har forebyggende karakter, vil ofte skulle gennemføres på et tidspunkt, hvor det kan være vanskeligt for offentligheden at se et stærkt behov herfor.

... almindeligt i de fleste EU-lande

I de fleste lande har man således valgt at give de uafhængige myndigheder udøvende beføjelser. I langt de fleste europæiske lande er det fx enten centralbanken eller det systemiske risikoråd i det pågældende land, der har det udøvende ansvar for den modcykliske buffer.

Danmarks retning uheldig

Det er ikke hensigtsmæssigt, at vi i Danmark er gået i den modsatte retning. Det Systemiske Risikoråd i Danmark er alene et rådgivende organ, som kan give henstillinger efter "følg eller forklar" princippet på det finansielle område. Dette princip har fået en blanded start, jf. boks 1. Hverken Det Systemiske Risikoråd eller Nationalbanken har myndighed til at ændre i de makroprudentielle instrumenter.

Brede politiske forlig begrænser mulighederne

Den udøvende myndighed for den makroprudentielle politik er i stedet placeret hos Vækst- og Erhvervsministeren, som dog skal foretage en høring af Det Systemiske Risikoråd. På nogle områder er makroprudentiel politik desuden omfattet af brede politiske forlig, som kan gøre det særligt vanskeligt at gennemføre midlertidige og forebyggende tiltag. Der er fx i forligskredsen truffet beslutning om at sætte særlige danske grænser for anvendelsen af den modcykliske kapitalbuffer frem mod 2019, som kun kan ændres ved en lovændring.⁵ Fra politisk side har man dermed reduceret mulighederne for at inddæmme eventuelle nye kreditlejninger i den næste højkonjunktur.

4. Bufferen stiller fx mindre kapitalkrav til SIFI'er end til ikke-SIFI'er, fordi SIFI'erne har væsentligt lavere gennemsnitlige risikovægte.

5. Konkret har man besluttet, at den maksimale grænse for den modcykliske buffer indføres gradvist frem mod 2019, og at muligheden for at gå længere end denne grænse i særlige situationer ikke kan anvendes i denne periode.

Boks 7.3 Følg eller forklar princippet – en blandet start

Den 24. juni 2013 afgav Det Systemiske Risikoråd en henstilling til regeringen om at implementere anbefalingerne fra udvalget om systemisk vigtige institutter. Ekspertudvalget fremlagde forslag til identifikation af SIFI'er og til hvor store kapitalkrav, der skal stilles til disse institutter.

Følg eller forklar princippet betyder, at regeringen skal offentliggøre en forklaring på, hvorfor den eventuelt undlader at gennemføre henstillingen. Dette svar forelå den 19. marts 2014. Regeringens forklaring bestod af en konstatering af, at der er indgået et politisk forlig om SIFI-aftalen, og at regeringen vurderer, at aftalen i hovedtræk er i overensstemmelse med henstillingen. Sammenlignet med Ekspertudvalgets forslag gælder det dog, at:

- Det højeste kapitalkrav er nedsat fra 3,5 pct. til 3 pct. Der er med regeringens forslag ikke mulighed for, at fx Danske Bank kan blive mere systemisk, fx hvis den bliver endnu større.
- Ekspertudvalget lagde til grund, at kapitalgrænsen for, hvornår der indføres restriktioner for udbetaling af udbytte, også skulle omfatte søjle II krav til kapitalen. Det er fravalgt i aftalen. Søjle II kravet er ca. 2 pct. af risikovægtede aktiver for SIFI'er.
- Der er med aftalen indført en begrænsning i anvendelsen af den modcykliske kapitalbuffer frem mod 2019.

Der er således tale om, at SIFI-aftalen må betegnes som en del lempeligere end ekspertudvalgets anbefalinger.

Der bør føres en relativt stram makroprudentiel politik i opgangsperioder, hvor risici bygges op. Kreditinstitutternes udlånspolitik har et stærkt konjunkturmedløb, og hvis myndighederne overser eller undlader at reagere på en begyndende finansiel ubalance, kan det have betydelige samfundsøkonomiske omkostninger. Omvendt har det selvfølgelig også omkostninger, hvis myndighederne tror, at der er optræk til et problem og reagerer på det, hvorefter det viser sig, at det alligevel ikke er tilfældet, eller hvis indgrebet ikke er målrettet og virksomt. Omkostningen ved et overflødigt indgreb vil dog typisk være lavere end ved et manglende, nødvendigt indgreb: Det er generelt billigt for bankerne at rejse kapital i gode tider, mens det kan være dyrt i svære tider. Hvis myndighederne reagerer på et sandsynligt problem, fx ved at øge kapitalkravene i gode tider, kan institutterne polstre sig billigt. Hvis myndighederne udviser manglende agtpågivenhed, kan det være mere omkostningsfuldt – og måske for sent – for bankerne at rejse ny kapital.

Det er vanskeligt at forudse opbygning af systemisk risiko, bl.a. fordi det finansielle system er blevet meget komplekst. Det er derfor vigtigt, at Det Systemiske Risikoråd afsætter tilstrækkelige resurser til at opbygge kompetencerne. Det centrale sigte med makroprudentiel regulering bør være at udvikle enkle og regelbaserede instrumenter, som automatisk bidrager til at dæmpe kredityklerne og de store udsving på det danske bolig- og ejendomsmarked. Monetært stress – dvs. perioder, hvor renteniveauet fx er for lavt efter danske forhold – kan også begrunde makroprudentielle tiltag med henblik på at forbygge destabiliserende bolig- og ejendomsprisbevægelser særligt i storbyområderne.

Det er vanskeligt at fastlægge et "normalt" eller "acceptabelt" niveau for kreditinstitutters udlån. Liberalisering af realkreditlen, herunder udbredelsen af nye låneformer, har fx medført en strukturel forøgelse af gældsætningen i husholdningerne. Desuden vil husholdningernes bruttogæld have en tendens til at stige over tid som følge af, at arbejdsmarkedspensionssystemet gradvist modnes. Hvis disse strukturelle træk vurderes at medføre for store risici, bør de håndteres ved at ændre på de forhold, der driver udviklingen, eller på gældens sammensætning og ikke via makroprudentielle instrumenter.

**Langsommelig
indgriben kan blive
dyr**

**Enkle, automatiske
instrumenter bedst**

**Strukturelle
ændringer skal dog
håndteres målrettet**

kraka

Modcyklisk buffer bør typisk være højest mulig

Da kapitalkravene generelt vurderes at være for lave, kan der endvidere argumenteres for, at den modcykliske buffer som udgangspunkt bør sættes til 2,5 pct. af de risikovægtede aktiver, hvorefter den kan sættes ned i tilfælde af tilbageslag. Under alle omstændigheder bør de besluttede begrænsninger for anvendelsen af den modcykliske kapitalbuffer fjernes.

Bredere mandat til Risikorådet

Det bør sikres, at Det Systemiske Risikoråd i Danmark får mandat til selv at gennemføre regelændringer på afgrænsede men centrale makroprudentielle politikområder. Det gælder fx den modcykliske kapitalbuffer. Rådet bør også have myndighed til at øge risikovægtene, dvs. kapitalkravene, for udlån til fx bolig- og ejendomsmarkedet forskellige steder i landet. Det bør fx være muligt for rådet at sætte ind, hvis der er tegn på en ustabil udvikling i Københavnsområdet. Boligmarkedet og kreditpolitikken i Storkøbenhavn er meget konjunkturmedløbende og spillede en central rolle i opbygningen af boligboblen i 00'erne.

Også instrumenter rettet mod boliglån

For at være effektivt bør Det Systemiske Risikoråd også have udøvende myndighed på områder, der mere direkte påvirker efterspørgslen efter de samfundsøkonomisk mere risikable låneformer. Fx bør det være muligt for Det Systemiske Risikoråd at reducere adgangen til kortforrentede boliglån og afdragsfrihed inden for nogle på forhånd besluttede grænser. Det har selvsagt størst relevans, hvis der ikke indføres mere generelle begrænsninger i adgangen til disse låneformer.

Næppe et demokratisk problem

Folketinget har selvsagt fortsat en grundlæggende demokratisk rettighed til at omgøre Det Systemiske Risikoråds beslutning. De demokratiske spilleregler er således ikke sat ud af kraft.

Større krav til Rådets arbejde

Øget kompetence til Det Systemiske Risikoråd vil også stille større krav til rådets arbejde. Rådet skal i givet fald være tydelig og åben i sin kommunikation, herunder om det analytiske grundlag og eventuelle uenigheder i rådet. Rådet bør opstille retningslinjer og principper for sit virke, således at der i markedet og offentligheden er nogenlunde sikkerhed om, hvornår der handles fra rådets side og hvilke principper rådets beslutninger hviler på.

Bredere arbejdsområde for Rådet

Det Systemiske Risikoråd kan ifølge lovgrundlaget kun fremlægge henstillinger på det finansielle område, selv om finansiell stabilitet også påvirkes af den økonomiske politik på andre områder. Rådet bør have adgang til at fremlægge anbefalinger efter følg eller forklar princippet på alle politikområder, også uden for det snævre finansielle område, så længe forslagene har sigte på at understøtte den finansielle stabilitet. Desuden bør Det Systemiske Risikoråd redegøre for, om deres indgreb er rettet mod udfordringer, som mere grundlæggende skyldes økonomisk-politiske forhold uden for det finansielle område. Det er således uheldigt, hvis makroprudentielle indgreb må gennemføres, fordi der på andre områder føres en uhensigtsmæssig økonomisk politik. Det er derfor også centralt, at den til enhver tid siddende regering påtager sig sin del af ansvaret for at føre en stabilitetsorienteret økonomisk politik, selv om rådet får større kompetence.

Eget sekretariat til eksperterne

Det Systemiske Risikoråd har et sekretariat, der forbereder møderne. Sekretariatet ledes af Nationalbanken, men de repræsenterede ministerier og Finanstilsynet deltager også i sekretariatet. Derimod har de tre uafhængige eksperter i rådet ikke på samme måde adgang til at deltage i det forberedende arbejde. Det bør sikres, at eksperterne får eget sekretariat, som kan hjælpe eksperterne med at forberede møderne og med at analysere konkrete forslag, som eksperterne ønsker at se nærmere på. Der er et stort behov for analyser på området, idet der i dag er begrænset kendskab til, hvordan makroprudentielle instrumenter virker og hvordan de skal doseres.

7.2 Flere resurser til uafhængige analyser af finansiel regulering

Den offentlige debat om finansiel regulering i Danmark får ofte en relativt overordnet og strategisk karakter, fordi området er teknisk svært og fordi de, der har indsigt i emnet, typisk er myndighed eller parter i sagerne. Desuden er diskussionen præget af, at reguleringen i vidt omfang besluttes uden for landets grænser. Der er fx ikke en tradition for at foretage uafhængige og grundige – og offentligt tilgængelige – analyser af, hvordan ny regulering specifikt påvirker Danmark og danske forhold, før beslutningerne træffes. Det står lidt i modsætning til andre politikområder, fx skat og arbejdsmarkedspolitik, hvor mange bidrager med kritiske analyser.⁶

Den finansielle regulering er særligt kompleks, utilgængelig og omfattende, og i mange tilfælde er det tekniske detaljer og afgrænsninger, som afgør, hvordan regler specifikt virker. Den politiske proces omkring reglernes tilblivelse kan også være svær at få overblik over, fordi det foregår i et samspil mellem Baselkomiteen, Europa-Kommission, Europa-Parlamentet og nationale regeringer og myndigheder, og med løbende forslag og bidrag fra branchen. Den store kompleksitet, både indholdsmæssigt og processuelt, gør det vanskeligt at skabe overblik og svækker politikernes muligheder for at træffe oplyste beslutninger.

Desuden har erfaringerne fra 00'erne vist, at økonomer mangler tilstrækkelig indsigt i samspillet mellem den finansielle og reale side af økonomien. Der er begået væsentlige fejl i vurderingen af, hvordan ændringer i den finansielle regulering har påvirket fx boligmarkedet og kravene til andre dele af den økonomiske politik, herunder rammerne for fastkurspolitikken og den finansielle stabilitet. Der har ikke været tilstrækkelig fokus på den finansielle sektors vigtige rolle og de risici, der blev opbygget i det finansielle system frem mod krisen.

Der er derfor behov for et uafhængigt organ, som systematisk og kontinuerligt bidrager med analyser og beskrivelser af finansielle forhold på et højt fagligt niveau, med sigte på at styrke den faglige debat og grundlaget for politiske beslutninger om finansiel regulering. Organet skal særligt fokusere på den finansielle regulering og samspillet med realøkonomien. Det skal gå kritisk til opgaven og formidle de indviklede temaer i et sprog, der er tilgængeligt for ikke-eksperter. Desuden kan enheden fx orientere om de processer, som foregår i EU og i Baselkomiteen samt udarbejde konsekvensberegninger for Danmark, når der er grundlag for det. Der bør lægges vægt på, at dette organ ikke har selvstændig beslutningskompetence på det finansielle område.

Få uafhængige eksperter på området

Kompliceret samspil

Også mangler i den fagøkonomiske viden

Behov for uafhængigt analyseorgan

Baggrundsrapporter og -notater anvendt i dette kapitel

Andersen, C. H. (2014a): Makroprudentiel politik: Regulering ved hjælp af makroprudentielle instrumenter.

Jensen, L., Andersen, C. H., Larsen, N. W. og Karlsson, A. G. (2014): Ny finansiel regulering i EU og Bankunion.

6. Der er fx ikke foretaget grundige talbaserede analyser af, hvordan den nye finansielle regulering påvirker dansk økonomi og den finansielle stabilitet i Danmark på kort og længere sigt. I stedet henvises typisk til analyser fra Baselkomiteen eller EU, som ikke specifikt eller særligt detaljeret inddrager Danmark og danske institutionelle forhold.



8. Krisehåndtering, genopretning og afvikling af kreditinstitutter

Boks 8.1 Hovedkonklusioner

- Der eksisterer i dag en implicit statsgaranti til SIFI'erne, som afspejler en forventning om, at instituttets ejere og investorer vil blive hjulpet af staten, hvis instituttet kommer i problemer. Den implicite garanti reducerer SIFI'ernes finansieringsomkostninger. Støtteelementet har skønsmæssigt en værdi på 10 – 17 mia. kr. årligt for fire danske SIFI'er. Støtten kan belaste statsfinanserne, øge SIFI'ernes tilskyndelse til at løbe for stor risiko og skævvride konkurrencen med andre kreditinstitutter.
- Danmark har pt. ikke et regime til at håndtere nødlidende SIFI-institutter. Der er lagt op til, at det vil ske med EU's Krisehåndteringsdirektiv, som skal implementeres fra 2015. Et troværdigt krisehåndteringsregime kan reducere den implicite støtte.
- Krisehåndteringsdirektivet hviler på sunde principper og trækker i retning af en mere systematisk og troværdig krisehåndtering i EU-landene. Et centralt element er, at aktionærer og kreditorer skal bære tab, hvis en bank kommer i problemer, det kaldes bail in. Desuden opstiller direktivet procedurer for kontrolleret afvikling bl.a. via genopretnings- og afviklingsplaner. Endelig etableres en afviklingsfond, der kan træde til, hvis bail in ikke er tilstrækkeligt. Fonden skal finansieres via løbende indbetalinger fra sektoren.
- En "kattelem" i Krisehåndteringsdirektivet åbner imidlertid for statsgarantier uden forudgående bail in. En stat kan med henvisning til systemisk risiko udstede en "gratis" statsgaranti til institutter, der endnu ikke er kommet i solvensproblemer. Denne mulighed er især relevant for SIFI'er - der er defineret som systemiske - og kan undergrave principperne for direktivet og dermed fastholde den implicite statsgaranti. Danmark og andre EU-lande har således fortsat ikke et troværdigt afviklingsregime for SIFI'er.
- Tilsynsmyndighederne får et formelt ansvar for at sikre, at nødlidende danske SIFI'er kan håndteres uden at true den finansielle stabilitet og uden brug af væsentlige offentlige midler. Det skal ske ved at udarbejde genopretnings- og afviklingsplaner. Men direktivet indeholder få konkrete retningslinjer for, hvordan dette sikres. Det er uklart om tilsynsmyndighederne i de forskellige lande har den politiske styrke til at træffe de nødvendige beslutninger, fx om opsplnitning af et institut, hvis det vurderes at være nødvendigt.
- Både Kapitalkravs- og Krisehåndteringsdirektivet lægger vægt på betingede gældsinstrumenter. Dette er et fremskridt, men en bedre kapitalisering ville reducere sandsynligheden for ustabilitet yderligere.
- Det er mange uklarheder og stor fleksibilitet i EU's Krisehåndteringsdirektiv. Det kan medføre forskellig praksis i EU's medlemslande og dermed modvirke intensionen om at styrke indre marked og den finansielle stabilitet i EU.

Boks 8.2 anbefalinger

- Danmark bør i EU arbejde for, at kattelommen, der muliggør statsgaranti uden forudgående bail in, begrænses mest muligt og kun kan anvendes, hvis aktionærer og kreditorer påføres betragtelige tab.
- Danmark bør inden for EU arbejde for, at uklarhederne og den store fleksibilitet i Krisehåndteringsdirektivet begrænses. Det vil forbedre direktivets troværdighed og forhindre at misforståede konkurrenceevnehensyn medfører et pres for lempeligere praksis.
- I lyset af lempelige kapitalkrav, et bredt og løst defineret krisehåndteringsdirektiv og muligheden for at anvende kattelommen er kravene i institutternes genopretningsplaner og proceduren for tidlig indgriben særligt vigtige. Der er her afgørende, at de danske tilsynsmyndigheder stiller tilpas skrappe krav, så der er stor sikkerhed for, at institutterne kan håndteres i en krisesituation, og at der ikke politisk sættes begrænsninger herfor.
- Muligheden for opsplitting af institutter bør indgå som en mulighed, når de relevante myndigheder skal sikre, at SIFI-institutter skal kunne håndteres i en krisesituation. Det må bero på en konkret vurdering, som foretages af de myndigheder, der har ekspertisen. Opsplitting styrker ikke nødvendigvis den finansielle stabilitet, også her kan det ofte være et bedre alternativ og billigere alternativ at styrke kapitalkravene mærkbart.
- Det vil være misforstået, hvis implementering af Krisehåndteringsdirektivet bliver mere lempelig i Danmark af hensyn til danske institutters konkurrenceevne. Meningen med Krisehåndteringsdirektivet er, at alle banker kan krisehåndteres, og det er dette mål, den danske reguleringen skal afspejle.
- Øgede kapitalkrav vil generelt øge troværdigheden om Krisehåndteringsdirektivet.

8.1 Bankerne blev reddet

De store institutter blev reddet under krisen

På europæisk plan er der stort set ingen eksempler på større kreditinstitutter, som gik konkurs under Finanskrisen. Kreditorer og aktionærer er i stedet blevet hjulpet med statslige støtteforanstaltninger for at sikre den finansielle stabilitet. Dette kan ses som udtryk for, at den implicitte statslige støtte, som mange institutter var omfattet af før krisen, blev gjort eksplicit efter Lehmann Brothers indgav sin konkursbegæring i efteråret 2008. I Danmark blev støtten eksplicit med Bankpakke 1, som omfattede en garanti til alle simple kreditorer. Indgrebene under krisen har på den måde bekræftet, at særligt de store institutter er omfattet af en betydelig implicit statslig støtte.

Danmark foregangsland

Danmark var et af de første lande i Europa til at implementere et egentligt afviklingsregime for nødlidende kreditinstitutter med den såkaldte Bankpakke 3. I Bankpakke 3 var bail in, ligesom i Krisehåndteringsdirektivet, det centrale værktøj. Bankpakke 3 var i princippet en frivillig løsning for nødlidende kreditinstitutter, som ønskede et alternativ til den almindelige konkursprocedure. De danske myndigheder har i SIFI-aftalen, Bankpakke 6, gjort det klart, at et nødlidende SIFI ikke ventes at skulle håndteres efter reglerne i Bankpakke 3. Status her og nu er derfor, at der ikke er et velfungerende regime for håndtering af nødlidende SIFI-institutter i Danmark.

På den baggrund er det centralt, at EU's Krisehåndteringsdirektiv bliver troværdigt – også for de danske SIFI-institutter, som sidder på langt hovedparten af markedet i Danmark. Direktivet skal implementeres i dansk lov med virkning fra 2015, og i skrivende stund ved vi ikke, hvordan reglerne præcis vil blive udformet.

I dette kapitel ser vi først på den implicitte statsgaranti, der er en af de uheldige effekter af et utilstrækkeligt afviklingsregime. Dernæst vurderer vi centrale elementer i Kri-
sehåndteringsdirektivet.

8.2 Implicit statsgaranti

Implicit statsgaranti er udtryk for en markedsforventning om, at kreditinstitutter vil blive hjulpet af staten i en krisesituation. Garantien er at sidestille med et direkte subsidi-
um, som består i, at staten overtager risiko fra kreditinstituttets ejere og kreditorer, dvs. at kreditinstituttet alt andet lige får en lavere konkursandsynlighed og dermed også la-
vere finansieringsomkostninger, mens statens finansieringsomkostninger omvendt sti-
ger. Det implicitte støttelement er særligt en udfordring i en krisesituation og de offent-
lige finanser samtidig er svage. Desuden kan statsbudgettet blive alvorligt belastet, hvis
der opstår en situation, hvor garantierne kommer til udbetaling. Den implicitte støtte er
særligt udtalt for institutter, der spiller en central rolle i det finansielle system og derfor
anses som "too big to fail".

Den implicitte statsstøtte har en række afledte effekter, jf. boks 8.3. For det første kan
den bidrage til mindre egenkapitalfinansiering i SIFI-institutterne. Det skyldes, at støtten
gør det relativt billigere at få gældsfinansiering og at institutterne ikke ser samme behov
for at polstre sig, hvis der er udsigt til, at staten vil træde til med støtte i en krisesituati-
on. Den lave egenkapital kan også øge statens omkostninger i forbindelse med afvikling
og genopretning af kreditinstitutter.

**Implicit statsgaranti
har uheldige
effekter**

Boks 8.3 Nogle centrale effekter af høj implicit statsgaranti

Fordele

- Lavere finansieringsomkostninger i SIFI-kreditinstitutter, større afkast til aktionærer. Lavere låneomkostninger i normale tider.¹

Ulemper

- Højere risikotagning i kreditinstitutter, for lempelig kreditpolitik.
- Lav egenkapitalandel.
- Højere statsrenter, særligt i dårlige tider. Det afspejler, at staten overtager risiko fra kre-
ditinstitutterne.
- Mere restriktiv adgang til lån i dårlige tider i form af større risiko for kreditklemme og stør-
re risiko for, at staten må give eksplicitte garantier i en krisesituation.
- Begrænset finanspolitisk råderum.
- Negativt loop mellem stat og finansiel sektor.²
- Større risiko for finansielle kriser og større statslige omkostninger herved.
- Ulige konkurrence mellem store og små banker.
- Svækket produktivitet, fx pga. reduceret kreativ destruktion.³

1. Modsvares af højere statsrenter, jf. listen over ulemper.

2. Det såkaldte doom loop, jf. Jensen m.fl. (2014) i baggrundsrapporten.

3. Kreativ destruktion refererer til en virksomhedsdynamik, hvor dårligt drevne virksomheder med tiden går ned eller mister
markedsandele, der overtages af andre mere konkurrencedygtige virksomheder. En væsentlig del af den økonomiske
vækst skyldes kreativ destruktion.

kraka

I en akut situation kan garantier være eneste mulighed

Den implicitte støtte hænger dermed også snævert sammen med det såkaldte tidsinkonsistensproblem: Hvis man har et system med store systemisk vigtige kreditinstitutter, som samtidig er lavt kapitaliserede, er det vanskeligt at holde et løfte om, at man som stat ikke vil gribe ind i og hjælpe kreditorer i en krisesituation. Selvom det kan belaste statsbudgettet, kan fordelene ved at gribe ind i sådan en situation være så store, at staterne med god grund vælger at løbe fra tidligere afgivne løfter og hensigtserklæringer. Dette tidsinkonsistensproblem kan dæmpes ved fx at sikre høj kapitalisering i institutterne og klare regler for krisehåndtering, som sikrer, at kreditorer og aktionærer med sikkerhed kan forvente tab, hvis instituttet bliver nødlidende.

Ulige konkurrence

Den implicitte støtte medfører også ulige konkurrencevilkår mellem systemiske og ikke-systemiske institutter og kan medføre overnormal risikotagning, bl.a. fordi kreditinstituttets kreditorer får mindre incitament til at overvåge instituttets dispositioner. Støtten reducerer dermed også dynamikken i sektoren, fordi der i mindre grad vil være tendens til, at dårligt drevne institutter afvikles og erstattes af nye, mere effektive institutter. Denne potentielt reducerede virksomhedsdynamik kan reducere produktivitetsudviklingen. Desuden kan støtten reducere konkurrenceintensiteten og sikre institutterne overnormal indtjening på bekostning af forbrugere og virksomheder.

Staten påtager sig en del af risikoen

Den implicitte støtte er udtryk for, at staten og andre bærer en del af institutternes risiko. Det kommer helt eller delvis til udtryk ved en forøget forrentning af statsgælden navnlig i perioder med underskud på og usikkerhed om de offentlige finanser. I dårlige tider med finansiell uro og svækket tillid til finanspolitikken kan staten potentielt komme i en situation, hvor der implicit eller eksplicit garanteres for så stort et beløb, at markedet ser en reel risiko for en uholdbar gældsudvikling og at det derfor bliver meget dyrt eller eventuelt helt umuligt at refinansiere sine lån. Derfor vil implicitte garantier stille større krav om disciplin i finanspolitikken og svække de finansielle handlemuligheder i perioder med finansiell uro. Den implicitte støtte forstærker dermed også det negative samspil mellem statsfinanser og den finansielle sektor, som kan optræde i en krisesituation. Dette såkaldte doom loop har bl.a. været et vigtigt træk ved krisen i Spanien.

Betydelig implicit støtte til danske SIF'er

Vi har analyseret størrelsen af den implicitte støtte for fire danske SIF'er. Støtten er i gennemsnit ca. 48 basispoint for de usikrede lån, som er analyseret særskilt. Værdien af den implicitte statsgaranti for de fire SIF'er kan på den baggrund opgøres til ca. 1 mia. kr. årligt for de lån, der er medtaget i analysen og som samlet udgør under 5 pct. af balancen.⁴ Resultatet er dog behæftet med usikkerhed, jf. boks 8.4.

4. Jf. Larsen og Karlsson (2014) i baggrundsrapporten.

Boks 8.4 Systemisk løft

Vurderingen af værdien af den implicitte støtte bygger på kreditvurderinger fra rating bureauet Moody's. Moody's' rating består både af en samlet rating og en rating uden systemisk løft, dvs. uden implicit statsgaranti. Dermed er det muligt at kvantificere effekten af det systemiske løft ved at estimere en sammenhæng mellem bankernes kreditvurdering og finansieringsomkostninger. Denne metode er fx også benyttet af OECD og IMF.

Den implicitte støtte afspejler dermed Moody's' vurdering, som er usikker. Ratingbureauets kreditvurdering har imidlertid betydning for institutternes fundingomkostninger. Moody's' systemiske løft er baseret på tidligere episoder med bail out og krise. Det betyder, at det kan tage tid, før skønnene opdateres og betyde en undervurdering i normale tider. Desuden opfanger skønnet fx ikke virkningen af lempelig adgang til at belåne aktiver i centralbankerne i en krisituation eller værdien for institutterne af den eksplicitte indskydergaranti, som betales af branchen og i yderste tilfælde af staten.

Det systemiske løft for danske institutter faldt væsentligt fra 2010 til 2012 og lå i 2012 lavere end i Sverige og UK, men højere end i Irland og Portugal, jf. tabel 8.1.

Moody's begrunder faldet i det danske løft med Bankpakke 3 og håndtering af Amagerbanken efter disse regler, selvom det ikke har ligget i kortene, at de store systemiske institutter skulle kunne håndteres efter samme principper. For Danske Bank er der fx tale om en reduktion i det systemiske løft fra 3 til 1. Til sammenligning har DONG i dag et lignende løft på 1. I DONG ejer staten mere end 50 pct. af aktierne. For Irland og Portugal skal faldet i løftet i højere grad ses i sammenhæng med de stigende statsgældsproblemer, hvilket vil sige, at den implicitte støtte fra staten svækkes, fordi statens kreditværdighed reduceres.

Tabel 8.1

Det systemiske løft i udvalgte lande

	2010	2012	Ændring, 2010-2012
----- Ratingklasser -----			
Danmark, gennemsnit	2	0,7	-1,3
Danske Bank A/S	3	1	-2
Nordea Bank Danmark A/S	3	1	-2
Jyske Bank A/S	1	1	0
Nykredit Bank A/S	1	0	-1
Spar Nord Bank	3	0	-3
Sydbank A/S	1	1	0
Sverige, gns.	3,3	3	-0,3
Nordea Bank AB	3	3	0
Skandinaviska Enskilda Banken AB	3	3	0
Svenska Handelsbanken	3	3	0
Swedbank AB	4	3	-1
Portugal, gns. 10 institutter	3	0,3	-2,7
Irland, gns. af 3 institutter	3	0,3	-2,7
England, gns. af 12 institutter	3,7	1,3	-2,3

Anm.: Baseret på Moody's' ratingklasser.

Kilde: Larsen og Karlsson (2014).

Hertil kommer imidlertid, at en væsentlig del af institutternes øvrige fremmedkapital også er omfattet af im- eller eksplicitte støtteelementer, samt at de øvrige kreditinstitutter også er omfattet af støtte, herunder via indskydergarantiordningen som finansieres af branchen men med en statslig "bagstopper". Det indebærer, at den samlede støtte er væsentligt større.

Der er ikke grundlag for at fastlægge størrelsen af den samlede støtte, men med udgangspunkt i en række antagelser anslås med væsentlig usikkerhed, at den im- og eksplicitte statsstøtte for de fire SIFI'er kan andrage i størrelsesordenen 10-17 mia. kr. årligt.

**Støtten anslås til
10-17 mia. kr. årligt**

Det svarer til, at ca. 40-75 pct. af balancen er omfattet af im- eller eksplicite garantier med et gennemsnitligt garantiement på ca. 48 basispoint. Garantiementet varierer over tid og afhænger af reguleringen, herunder reglerne for afvikling af nødlidende institutter.

Endnu højere i andre lande

Den implicite støtte vurderes at være lavere i Danmark end i andre udvalgte OECD-lande, selvom de offentlige finanser i Danmark er relativt gode. Det kan afspejle, at Danmark, efter Bankpakke 3, kunne ses som et foregangsland for afviklingssystemer. De danske regler betyder, at aktionærer og ikke-sikrede kreditorer i små og mellemstore institutter i højere grad kan forvente at bære tab, når institutter kommer i problemer, end tilfældet er i andre lande.

Fx over dobbelt så høj i Sverige

For de svenske banker i analysen vurderes den implicite støtte i gennemsnit at være ca. 110 basispoint årligt, dvs. over dobbelt så høj som den danske implicite støtte. Det større støttelement forbedrer svenske bankers konkurrenceevne ift. danske banker, men påfører også den svenske stat og skatteydere en større risiko og flytter produktionsressurser til den støttede sektor fra andre dele af den svenske økonomi.

Implicit støtte steget ift. inden krisen

Det er sandsynligt, at det implicite støtteelement i dag er større end før krisen. Inden krisen var der en slags "konstruktiv uklarhed" om, hvilken støtte staten ville give til systemiske institutter i tilfælde af en krisesituation. Med krisen er det imidlertid blevet tydeliggjort, at der i EU er en stærk tilskyndelse til at give omfattende garantier og hjælp, når der er problemer.

IMF har analyseret udviklingen i den implicite støtte

IMF finder, at den forventede værdi af de offentlige garantier til et systemisk vigtigt institut, som får problemer, fortsat er større end før krisen i USA. I EU er den implicite støtte faldet ift. det maksimale niveau under krisen, men støtteelementet vurderes fortsat at være højere end før krisen og større end i USA. Hertil kommer, at den eksplicite støtte i form af indskydergarantiordningen er blevet udvidet under krisen, således at den nu dækker nettoindskud på ca. 750.000 kr. mod før 350.000 kr.

Krisehåndteringsdirektivet kan reducere støtten

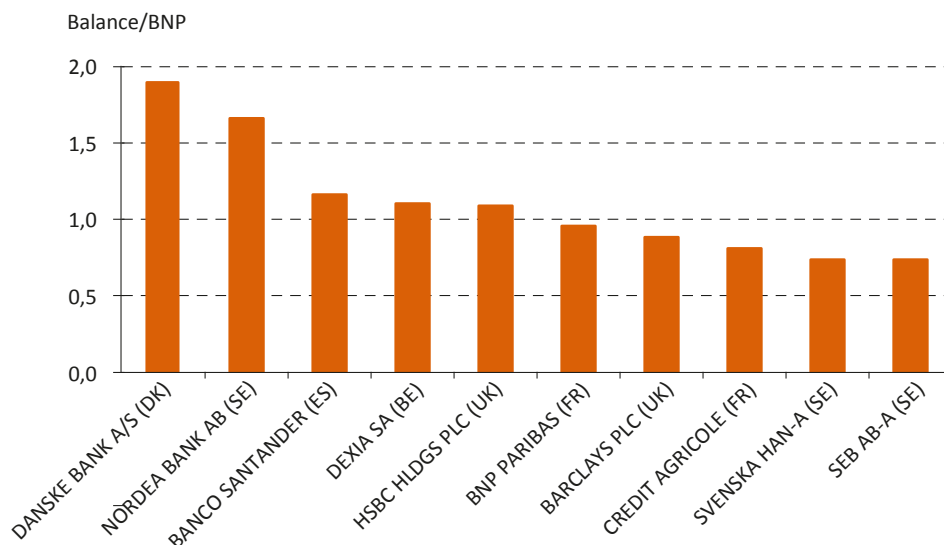
I EU-regi er der vedtaget nye regler for afvikling af pengeinstitutter, som træder i kraft fra 2015. Reglerne må ventes at medføre et mere ensartet støtteelement på tværs af lande. I Danmark er der ikke taget stilling til den præcise implementering af de nye regler, og der er væsentlig usikkerhed om, hvordan de nye EU-regler rent faktisk vil virke i en krisesituation. Der er endnu ikke skabt sikkerhed for, at store institutter vil kunne håndteres.

8.3 Effektiv krisehåndtering er nødvendig

Krisehåndtering særlig vigtig for Danmark

For Danmark er behovet for en effektiv krisehåndtering relativt stort. Danmark er blandt de europæiske lande med den største finansielle sektor målt i forholdt til landets samlede økonomi. Og sektoren er meget koncentreret. Problemer i de store danske banker kan derfor udgøre en særlig trussel mod den finansielle stabilitet og den økonomiske aktivitet. Danske Bank er ikke blandt de største banker i global målestok og er derfor kun kategoriseret som en national SIFI. Men den er en af Europas absolut største banker opgjort ift. hjemlandets samlede økonomi, jf. figur 8.1. Banken spiller en central rolle for det finansielle system i Danmark, men repræsenterer også en potentiel systemisk risiko.

Figur 8.1
Store banker i Europa, 4. kvartal 2013



Anm.: Figuren angiver de ti største børsnoterede banker i Europa opgjort efter balance, som tjener hovedparten af indtægten ved bankdrift og ikke ved forsikring eller lignende. ING Group (NL) er større end Danske Bank, men tjener hovedparten af sin indtægt igennem forsikring.

Kilde: Bloomberg og IMF.

En egentlig afvikling kan være samfundsøkonomisk u hensigtsmæssigt for de helt store institutter. I så fald bør instituttet grundlæggende restruktureres og instituttets ledelse, ejere og kreditorer bør bære en væsentlig del af omkostningerne, helt som i andre brancher. Formålet er, at institutterne ikke tilskyndes til at tage for høj risiko i normale tider, og derfor er godt rustet når den næste krise kommer.

**Store institutter
restruktureres**

Kapitalkravsdirektivet opstiller en række krav, der skal sikre en bedre polstring af institutterne, men kravene i direktivet vurderes at være utilstrækkelige. Direktivet reducerer dermed ikke sandsynligheden for, at institutter kommer i krise i særligt stort omfang. Det forøger presset på andre dele af den finansielle regulering og i særlig grad behovet for effektiv krisehåndtering.

**Utilstrækkeligt
kapitalkravsdirektiv**

8.4 Krisehåndteringsdirektivet

EU's Krisehåndteringsdirektiv, formelt BRRD-direktivet, opstiller retningslinjer for, hvordan nødlidende finansielle institutter skal håndteres fremover.

For alle institutter skal der udarbejdes krisehåndterings- og genopretningsplaner. Myndighederne skal ad denne vej reducere sandsynligheden for, at et institut bliver nødlidende. Samtidig skal de sikre, at alle institutter, også de helt store SIFI'er, kan krisehåndteres, hvis det alligevel skulle gå galt. Tilsynsmyndighederne får hermed et formelt ansvar for at sikre, at SIFI-institutter kan afvikles/restruktureres i en krisesituation uden større samfundsøkonomiske omkostninger. Det skal sikres ved at stille relevante krav til institutterne, fx om opsplitning, hvis myndighederne mener, det er nødvendigt.

**Krisehåndterings-
og genopretnings-
planer**

Ved begyndende problemer i et institut kan myndighederne gribe tidligt ind med en bred palet af tiltag og forsøge at forhindre, at problemerne udvikler sig. Hvis det ikke lykkes, og et institut for alvor bliver nødlidende, igangsættes en række procedurer for egentlig krisehåndtering, jf. boks 8.5.

Tidlige indgreb

Boks 8.5 Centrale dele af Krisehåndteringsdirektivet

Genopretnings- og afviklingsplaner

Alle institutter skal udarbejde genopretningsplaner, som skal godkendes af myndighederne. Planen skal indeholde foranstaltninger, der hurtigt kan genoprette instituttets finansielle situation.⁵ Desuden skal genopretningsplanen også forholde sig til de andre beføjelser, som myndighederne har under direktivets del om tidlig indgriben.

Afviklingsmyndigheden har ansvaret for i samarbejde med institutterne at udarbejde afviklingsplaner for institutterne. Afviklingsplanerne træder i kraft, hvis instituttet ikke kan genoprettes via foranstaltningerne i genopretningsplanen og tiltagene under tidlig indgriben. Af afviklingsplanerne skal det fremgå, hvilke beføjelser myndighederne har og hvilke afviklingsværktøjer, de agter at anvende.

Myndighederne har fx beføjelser til ex ante at fjerne forhindringer for en effektiv krisehåndtering. Fx kan de kræve opsplittning af et institut, så kritiske funktioner kan adskilles fra andre funktioner under krisehåndtering.

Tidlig indgriben

Tilsynsmyndigheden kan gribe tidligt ind, hvis et institut overskrider eller sandsynligvis vil overskride væsentlige krav i Kapitalkravsdirektivet. Vurderingen af sandsynligheden for overskridelse skal baseres på en forværring af bankens finansielle situation baseret på nogle (endnu) løst definerede udløsningsmekanismer.⁶ Nogle muligheder for tidlige indgreb:

- Iværksættelse af et eller flere led i instituttets genopretningsplan.
- Udskiftning af ledelsen og indsættelsen af en administrator.
- Indkaldelse af aktionærer til møde med dagsorden fastsat af myndigheden.
- Krav om genforhandling af gældskontrakter med kreditorer.
- Operational og retslig opdeling eller ændringer i forretningsstrategi.

Afvikling/krisehåndtering

Et institut overgår til krisehåndtering/afvikling, hvis det ikke kan genoprettes. Krisehåndteringen har flere formål: Instituttets kritiske funktioner skal videreføres, men må dog gerne opdeles og sælges. Den finansielle stabilitet må ikke trues. Derudover skal behovet for offentlig finansiel støtte minimeres, og indskydere, investorer, kunder og aktivværdier skal beskyttes bedst muligt.

Myndighed har en række værktøjer til rådighed:⁷

Virksomhedssalg. Myndigheden kan frasælge hele eller dele af et institut til en anden privat aktør uden samtykke fra aktionærene.

Broinstitut. Etablering af et midlertidigt broinstitut – en såkaldt god bank – til varetagelse af essentielle funktioner, og hvortil afviklingsmyndigheden kan sælge hele eller dele af instituttets aktiver og forpligtelser med henblik på senere videresalg af broinstituttet. Resten af instituttet kan afvikles efter normal konkursprocedure.

Adskillelse af aktiver. Mulighed for at frasælge værdiforringende aktiver til et offentligt ejet selskab – en såkaldt dårlig bank – med henblik på afvikling af aktiverne. Dette værktøj må kun bruges sammen med et af de andre værktøjer for at undgå en uberettiget konkurrencefordel.⁸

Bail in. Bail in betyder, at kreditorerne kan få konverteret deres gæld til egenkapital og/eller nedskrevet hovedstolen.

5. Genopretningsplanerne må ikke indeholde elementer af ekstraordinær finansiel støtte fra det offentlige (art. 5, stk. 3). Planen skal også indeholde en analyse af, hvordan og hvornår banken kan få adgang til centralbanksfaciliteter og hvilke aktiver, der kan tælles med som sikkerhedsstillelse (art. 5, stk. 4). Desuden er det myndighedernes ansvar at sikre, at planen indeholder en række scenarier med alvorlige makroøkonomisk og finansiell stress særligt relevant for den enkelte bank (art. 5, stk. 6).
6. EBA skal senest juli 2015 have udarbejdet tekniske standarder for udløsningsmekanismerne og kan løbende opdatere/præcisere hvilke konkrete mekanismer, der skal benyttes på tværs af medlemslandene.
7. Afviklingsværktøjerne må kun anvendes, hvor aktionærer vurderes ikke at være dårligere stillet end under en almindelig konkursprocedure. Derfor skal der som første skridt forud for den egentlige krisehåndtering udføres en værdifastsættelse af instituttets aktiver.
8. Eksempelvis blev Amagerbanken den 5. februar 2011 overtaget af det statslige afviklingsselskab Finansiell Stabilitet. Baseret på den umiddelbare overdragelsesværdi af Amagerbanken blev en foreløbig minimumsdividende til Amagerbankens ikke-efterstillede kreditorer fastsat til 58,8 pct. Minimumsdividenden er efterfølgende blevet opskrevet til 84,4 pct., især fordi frasalget af Amagerbankens ejendomme gav højere indtægter end forventet.

Boks 8.5, fortsat

Omkostninger ved krisehåndteringen finansieres af den finansielle sektor via ex-ante indbetalinger til afviklingsfonde. I udgangspunktet må fondens midler ikke anvendes til at absorbere tab eller rekapitalisere instituttet. Myndighederne kan dog vælge at friholde bestemte kreditorer af hensyn til den finansielle stabilitet og smitterisiko. I en sådan situation må fonden gerne tilføre instituttet midler til tabsabsorbering, som ellers skulle være taget af de friholdte kreditorer.⁹ Dog kun under følgende betingelser:

- Instituttet skal selv bidrage med et beløb svarende til mindst 8 pct. af instituttets samlede ikke-risikovægtede passiver, fx igennem bail in.
- ... eller hvis instituttet selv bidrager med minimum 20 pct. af instituttets risikovægtede aktiver. Dette kræver dog særlige omstændigheder.
- Bidraget fra afviklingsfonden må ikke udgøre mere end 5 pct. af de samlede passiver inkl. kapitalgrundlag. Eller bidraget må ikke overstige de midler, der er til rådighed for afviklingsfonden og det beløb, der kan tilvejebringes gennem ex-post bidrag inden for tre år.

Hvis midlerne i fonden vurderes at være utilstrækkelige, er det muligt at rejse alternativ finansiering under en række betingelser angivet i artikel 56 og 58.

Et bærende princip i Krisehåndteringsdirektivet er, at kreditinstitutter skal kunne krisehåndteres uden brug af offentlige midler, dvs. ingen bail out. Et af de helt centrale instrumenter til at sikre dette er bail in. Bail in betyder grundlæggende, at det er instituttets ledelse, ejere og kreditorer, der selv skal bære omkostningerne af instituttets risikotagning. For institutternes kreditorer består "bail-in" i, at de kan få konverteret deres lån til instituttet til egenkapital og/eller få nedskrevet hovedstolen. Konkret er det et krav i direktivet, at instituttet selv skal bidrage med bail in på mindst 8 pct. af de samlede passiver. For Danske Bank vil en bail-in af denne størrelse svare til, at kreditorer og aktionærer ville lide et tab på omkring 15 pct. af dansk BNP (ved den nuværende balance)

Bail in bærende princip

Der skal opbygges en afviklingsfond, finansieret med indbetalinger fra den finansielle sektor. Fonden skal afholde udgifterne ved krisehåndtering. Hvis der er behov for rekapitalisering, kan den træde til med yderligere finansiering, og i en krisesituation vil den have adgang til at optage lån fra fx offentlige stabiliseringsværktøjer.

Afviklingsfond

Krisehåndteringsdirektivet spiller sammen med Kapitalkravsdirektivet, både når der er tale om sunde kreditinstitutter og institutter med problemer. Kapitalkravsdirektivet stiller direkte kapital- og likviditetskrav til institutter, som skal efterleves, hvis de skal fortsætte driften. Også Krisehåndteringsdirektivet har betydningen for sunde banker. Dels direkte ved at stille krav i genopretnings- og afviklingsplanerne, dels indirekte da truslen om bail in reducerer den implicite statsgaranti og dermed tilskynder til bedre risikostyring.

Samspil med Kapitalkravsdirektivet

Reglerne for betinget kapital i Kapitalkravsdirektivet og tidlige indgreb i Krisehåndteringsdirektivet skal øge mulighederne for at tage problemerne i opløbet.

Effekt ved begyndende problemer

Krisehåndteringsdirektivet skal kunne håndtere institutter, som alligevel bliver nødlidende. Håndteringen skal bl.a. sikre, at den finansielle stabilitet ikke trues. Krisehåndteringsdirektivet fokuserer på bail in og signalerer dermed, at der ikke skal forventes garantier fremadrettet. Garantier og forventninger om garantier har en lang række uhenigtsmæssigheder, som bidrager til et mere ustabilt finansielt system.

9. I tilfælde hvor grænsen er nået, og alle usikrede passiver ekskl. indskud har været underlagt bail in, må afviklingsfonden søge finansiering fra alternative kilder. Der er ifølge Krisehåndteringsdirektivet også mulighed for midlertidigt at tilføre kapital til solvente banker, som ikke vurderes at kunne opnå finansiering på markedet. Det er dog begrænset til at dække "short falls" eksponeret igennem stresstests, sundhedstjek og lignende øvelser udført af ECB, EBA eller nationale myndigheder.

Kattelem for statsgaranti

8.4.1 En kattelem for statsgarantier

Krisehåndteringsdirektivet indeholder imidlertid en kattelem, som gør det muligt for staten fortsat at stille garantier til institutterne.¹⁰ Med henvisning til den finansielle stabilitet kan der gives statsgarantier, hvis instituttet endnu ikke har brudt med solvenskravet. Desuden skal støtten være i overensstemmelse med EU's statsstøtteregler. Statsstøttereglerne muliggør imidlertid også garantier, hvis det sker under henvisning til risiko for en systemisk krise. Denne kattelem er således særligt relevant netop for SIFI-institutter, der jo er defineret som systemisk vigtige.

Underminerer de gode principper

Meningen med Krisehåndteringsdirektivet er at opstille et troværdigt system, der sikrer, at aktionærer, kreditorer og ledelse bærer tab som de første. Dvs. hvis beslutningstagerne i en bank løber for store risici, skal de også bære de mulige omkostninger herved. Det kan reducere den implicitte statsgaranti og fx medføre bedre risikostyring og virksomhedsdynamik. Disse grundlæggende hensyn kan blive undermineret med kattelemmen.

Kattelemmen kan føre til ustabilitet

Kattelemmen kan have statslige omkostninger særligt i en krisesituation, fordi den signalerer at staten igen vil hjælpe og derfor har overtaget væsentlig risiko fra de store institutter. Samtidig kan eksistensen af sådan en kattelem øge tilskyndelsen til lav polstring og øget risikotagning i sektoren, fordi det vil ligge i kortene, at staten igen træder til, hvis det går galt. Det svækker den finansielle stabilitet.

Samlede system udelukker ikke et forløb som Finanskrisen

Da Kapitalkravsdirektivet er utilstrækkeligt, er sandsynligheden for, at krisehåndtering bliver nødvendig, til stede, og sandsynligheden er selv sagt større, end hvis der var blevet stillet mere ambitiøse kapitalkrav. Man har således med kattelemmen fået skabt et samlet system, hvor bankerne stadig har incitament til kapitalisere sig lavt og til at løbe større risici. I en presset situation vil man fra politisk side muligvis ikke kunne se anden udvej end at udstede en statsgaranti med henvisning til systemisk risiko. Der er således ikke meget, der tyder på, at et forløb, som under Finanskrisen, ikke kan gentage sig i fremtiden, jf. boks 8.6.

Boks 8.6 Solvens i danske banker op til og under krisen

Ingen af de danske SIFI-institutter brød med solvenskravet under Finanskrisen og var derfor ifølge kapitalkravene sunde. Det gjaldt også, da den danske stat den 10. oktober 2008 stillede en generel bankgaranti for alle indskud og almindelige usikrede tilgodehavender, Bankpakke 1. Senere måtte staten også stille individuelle garantier og tilføre bankerne likviditet igennem Bankpakke 2, da institutterne havde problemer med at tiltrække finansiering. Kommissionen godkendte de danske Bankpakker 1 og 2, da de var givet af hensynet til den finansielle stabilitet, og fordi de netop kun blev givet til institutter, som var solvente.¹¹ Efterfølgende er 8 af pengeinstitutterne, som blev garanteret under Bankpakke 1, og yderligere 7, som også fik hybrid kapital igennem Bankpakke 2, ophørt med at eksistere efter påtale fra Finanstilsynet.¹²

På tidspunktet for vedtagelsen af Bankpakke 1 udgjorde Danske Banks bogførte egenkapital - på ca. 98 mia. kr. - mindre end 3 pct. af instituttets samlede balance. Baseret på denne simple gearingsratio var Danske Bank det lavest kapitaliserede pengeinstitut blandt de store nordiske, jf. figur 8.2. Markedsværdien af Danske Banks egenkapital (ca. 35 mia. kr.), var på samme tidspunkt ca. en tredjedel af den bogførte værdi, dvs. mindre end 1 pct. af instituttets samlede balance.¹³ Med andre ord påtog staten sig en betragtelig risiko.

10. Kattelemmen refererer til artikel 32 stk. 4.d.

11. "The Commission took into particular account that the guarantee scheme is limited to fundamentally sound financial institutions while insolvent banks need to be immediately unwound"....[State aid: Commission approves Danish state support scheme for banks, 10. Oktober 2010]. Generelt afveg Kommissionen fra statsstøttereglerne under Finanskrisen af hensyn til den finansielle stabilitet.

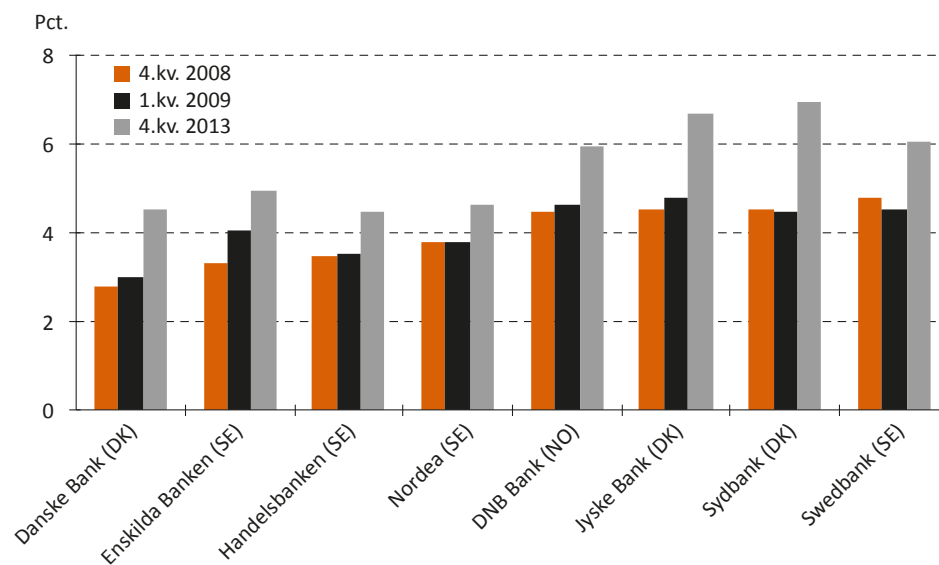
12. Udvalget om finanskrisens årsager (2013): Den finansielle krise i Danmark - årsager, konsekvenser og læring, figur 11.1 og tabel H.2

13. Markedsværdien er beregnet som aktieprisen gange antallet af udstedte aktier. Danske Banks aktiekurs var lavest den 6. marts 2009 (31 kr. per aktie), hvor den totale markedsværdi kunne opgøres til 23,1 mia. kr. Til sammenligning fik Danske Bank tilført hybrid kernekapital på 24 mia. kr. fra staten med Bankpakke 2.

Landene kan have forskellige økonomiske muligheder for at benytte kattelommen. Lande med gode offentlige finanser har fx bedre muligheder end lande med dårlig offentlig økonomi. Det kan medføre forskellig praksis. Institutter i de økonomisk stærke lande kan således lavere finansieringsomkostninger (større implicit garanti) og dermed en konkurrencefordel ift. institutter i andre lande. Finansieringsomkostninger vil imidlertid også afhænge af forskelle i praksis i landenes anvendelse af direktivet, herunder om der er tradition for at hjælpe i kriser. I bankunionen vil praksis givetvis blive ensartet, så der vil især være forskelle mellem eurolande og andre lande uden for bankunionen.

Kattelem mest for rige lande

Figur 8.2
Gearingsratioen for de store nordiske banker



Kilde: Bloomberg.

8.4.2 Stor fleksibilitet og upræcise regler

Det er myndighedernes ansvar, at også store systemiske institutter er krisehåndterbare uden at true den finansielle stabilitet, og uden afhængighed af væsentlige offentlige midler. Dette skal sikres ved at opstille troværdige afviklings- og genopretningsplaner, men der er endnu ikke opstillet konkrete retningslinjer for, hvorledes dette gøres.

Myndighedernes ansvar

Reglerne har mange steder karakter af hensigtserklæringer og efterlader derfor store muligheder for diskretion/fleksibilitet og dermed også usikkerhed om hvordan reglerne konkret implementeres.

Stor fleksibilitet og usikkerhed

Uklarhederne vedrører især betingelserne for tidlig indgriben og de mulige foranstaltninger.¹⁴ Desuden er der uklarhed om de instrumenter og beføjelser, som myndighederne har til rådighed i forbindelse med krisehåndtering. Ansvar for at konkretisere reglerne, dvs. tekniske spørgsmål og afgrænsning af handlemuligheder, er i det store hele overladt til EBA og ESRB.¹⁵ EBA vil løbende overvåge de forskellige praksisser i landene, vurdere bedste praksis og udarbejde tekniske standarder og retningslinjer, som senere ventes vedtaget af Europa-Kommissionen.

Der må ventes at være betydelige praktiske vanskeligheder med på forhånd at sikre, at SIFI'er kan krisehåndteres, uden at udgøre en trussel mod den finansielle stabilitet og uden at involvere offentlige midler.

Praktiske vanskeligheder

14. Jf. artikel 27 stk. 1.

15. Hhv. The European Banking Authority og The European Systemic Risk Board.

Opsplitning kan kræves

Myndighederne kan bl.a. kræve en opsplitning af instituttets aktiviteter og stille krav til andelen af instituttets såkaldte nedskrivningsrelevante passiver, MREL.¹⁶ Instrumenterne er centrale men stadig løst definerede. Det er uklart, om de relevante afviklings- og tilsynsmyndigheder i landene har den politiske styrke til at stille de nødvendige krav. Det er en stor beslutning fx at kræve opsplitning af en stor bank, hvis det vurderes at være nødvendigt. Det bliver også meget svært at afgøre, om de krav der stilles, vil være tilstrækkelige.

MREL-kravet går især ud på, at dele af fremmedkapitalen udformes sådan, at den under særlige betingelser kan blive nedskrevet eller konverteres til egenkapital. Hvis der sker nedskrivning er der tale om, at prioriteringsrækkefølgen ændres. Kravet til kapital og nedskrivningsparate passiver skal opgøres ift. instituttets uvægtede balance og skal sikre, at myndighederne kan anvende bail in instrumentet til at rekapitalisere det nødlidende institut. Intentionen med MREL-kravet er ikke bare at sikre, at instituttet kan rekapitaliseres, så det igen lever op til Kapitalkravsdirektivet. Det skal kunne rekapitaliseres til et punkt, hvor markedet igen vurderes at have tilstrækkelig tillid til instituttet.¹⁷

MREL-kravet skal bl.a. fastsættes, så det afhænger af instituttets risiko, størrelse og forretningsmodel. De konkrete vurderingskriterier er endnu ikke vedtaget. EBA skal senest i 2015 foreslå et sæt af reguleringsmæssige tekniske standarder, som Europa-Kommissionen efterfølgende kan vælge at vedtage.¹⁸ Der er således i dag uklare rammer for MREL-kravene til institutterne.¹⁹

Det er uklart, i hvilket omfang MREL-kravet begrænses af grænserne for kapitalkravene under Kapitalkravsdirektivet. Lovgivningen skal formentligt forstås sådan, at myndighederne ikke må stille ekstra krav – ud over grænsen i Kapitalkravsdirektivet – til fx egentlig kernekapital under MREL. Til gengæld kan myndigheden kræve, at dele af MREL-kravet opnås med kontraktlige bail in instrumenter, også kaldet betingede kapitalinstrumenter.²⁰ Instrumenterne minder derfor om de betingede instrumenter, der kan tælles med i instituttets kernekapital under Kapitalkravsdirektivet.

Grundlæggende er det fornuftigt at stille MREL-krav, som sikrer, at bail in instrumentet kan anvendes, hvis instituttet kommer i en krisesituation. Konkrete ex ante angivelser af hvilke instrumenter og gældskontrakter, der vil blive nedskrevet, kan også reducere usikkerhederne ved en evt. krisehåndtering og skabe en bedre forventningsafstemning mellem myndigheder og investorer.

MREL ringe substitut for kapitalkrav

Men MREL er et instrument, der skal bruges, når skaden er sket, og det er derfor et ringe substitut for en bedre generel kapitalisering af de store institutter. Hvis først instituttet når grænserne, hvor de betingede kapitalinstrumenter bliver udsat for bail in, og investorerne vurderer, at der er fare for yderligere bail in, kan det igangsætte et moderne bank run, og konsekvenserne kan være svære at overskue og inddæmme. Det kan øge sandsynligheden for, at instituttet skal have tilført midler fra fx afviklingsfonden, hvilket vil kræve en minimum bail in på 8 pct. af instituttets balance. 8 pct. af Danske Banks uvægtede balance svarer til ca. 15 pct. af Danmarks BNP. Uden andre tiltag til sikring af krisehåndterbarheden er det derfor sandsynligt, at myndighederne vil se positivt på at

16. Minimum Requirements for Eligible Liabilities (MREL), se evt. artikel 45 i Krisehåndteringsdirektivet.

17. Artikel 45, stk. 6.b.

18. Jf. evt. artikel 45 stk. 2 & 6 (a-f).

19. Realkreditinstitutter finansieret med dækkede obligationer er frataget MREL-kravet.

20. Artikel 45, stk. 13. Betingende kapitalinstrumenter bliver automatisk konverteret til egenkapital eller nedskrevet ved bestemte "triggers" fastsat i kontrakten med investor, deraf navnet "kontraktuel bail in". "Triggeren" ift. MREL er "når myndigheden beslutter at anvende bail in værktøjet". I Kapitalkravsdirektivet kan de betingende kapitalinstrumenter tælle med i instituttets kernekapitaldækning, hvis triggeren i gældskontrakten som minimum er sat til en egentlig kernekapitaldækning på 5,125 pct.

aktivere kattelommen, hvis det er muligt. MREL sikrer dermed ikke i sig selv, at SIFI'er kan krisehåndteres i overensstemmelse med målene for afvikling.

Myndighederne kan, for at sikre krisehåndterbarhed, kræve ændringer af instituttets retlige eller operationelle struktur, fx en opsplnitning til afskærmning af kernefunktioner fra andre dele af forretningen.²¹ Denne mulighed bliver i Storbritannien benyttet som et generelt krav, den såkaldte Vickersregulering. Den europæiske Liikanenrapport går skridtet videre og foreslår, at dette bliver et krav for hele EU.

Opsplnitning er en mulighed

Det er imidlertid ikke nødvendigvis hensigtsmæssigt at implementere mekaniske snit.²² Muligheden for opsplnitning bør derfor indgå som en mulighed, når de relevante myndigheder skal sikre, at SIFI-institutter kan håndteres i en krisesituation. Det må bero på en konkret vurdering, som foretages af de myndigheder, der har ekspertisen. Opsplnitning efter mekaniske regler styrker ikke nødvendigvis den finansielle stabilitet, også her kan det ofte være et bedre alternativ at styrke kapitalkravene mærkbart.

Det er centralt, at den danske implementering sikrer, at danske banker kan håndteres inden for rammerne af Krisehåndteringsdirektivet. Hvis andre lande implementerer en mere lempelig fortolkning og dermed opretholder en høj implicit statsgaranti, er det uheldigt både for det pågældende land og for den samlede finansielle stabilitet i EU. Det kan også betyde, at danske banker vil miste konkurrenceevne over for banker i det pågældende land. Men det vil være misforstået, hvis danske myndigheders krav bliver mere lempelige af hensyn til danske institutters konkurrenceevne. Meningen med Krisehåndteringsdirektivet er, at alle banker kan krisehåndteres, og det er dette mål, den danske reguleringen skal afspejle.

Ringere konkurrenceevne må accepteres

Baggrundsrapporter og -notater anvendt i dette kapitel

Andersen, C. H. (2014a): Krav om opdeling af de store pengeinstitutter: Liikanen-kommissionens tiltag.

Jensen, L., Andersen, C. H., Larsen, N. W. og Karlsson, A. G. (2014): Ny finansiell regulering i EU og Bankunion.

Karlsson, A.G., Larsen, R.B., og Christiansen, J.K. (2014): Likviditetskrav i den nye regulering: En beskrivelse af tre centrale reguleringstiltag.

Kraka (2014b): Betinget hæftelse: Et regneeksempel.

Larsen, N. W. og Karlsson, A. G. (2014): Implicit statsgaranti: Hvad er værdien af at være SIFI og hvad er konsekvenserne?

21. Vedrører artikel 27, stk. 1.g om tidlig indgriben og artikel 17 stk. 5.g om beføjelser til at afhjælpe eller fjerne forhindringer for afvikling.

22. Jf. Andersen (2014a) i baggrundsrapporten.

kraka



9. Bør Danmark deltage i Bankunionen?

Boks 9.1 Hovedkonklusioner

- Bankunionen kan ses som en fælles europæisk forsikringsordning mod finansiel uro, som samtidigt, og måske især, kan bidrage til at styrke det indre marked for finansielle tjenesteydelser. Bankunionen er en naturlig udbygning af eurosamarbejdet, og vil, sådan som den tegner sig, styrke den finansielle stabilitet i euroområdet, hvilket er til gavn for Danmark.
- Fundamentet for dansk finansiel regulering er Kapitalkravs- og Krisehåndteringsdirektivet, uanset om vi deltager i Bankunionen eller ej, jf. kapitel 6 og 8. I en bankunion vil et fælles tilsyn overvåge sunde banker, mens en fælles afviklingsmyndighed overtager ansvaret for, at kriseramte banker afvikles eller genoprettes. De nationale afviklingsfonde erstattes af en fælles afviklingsfond, som finansieres af institutterne i medlemslandene.
- Med forsikringen overtager andre europæiske banker en del af risikoen i de danske banker og omvendt. Det er dog kun ved tab af en anseelig størrelse, at der udløses bidrag fra fælles fonde – dvs. forsikringen dækker ved ”større ulykker”. Også i Bankunionen gælder, at kreditorer og aktionærer i et nødlidende institut skal betale først (8 pct. af alle passiver), før der kan komme finansieringsbidrag fra afviklingsfonden – dette kaldes bail in.
- En forsikring kan være gavnlig pga. risikospredning, og Bankunionens forsikringsaspekt kan være fordelagtigt for Danmark, forudsat at systemet er forsikringsteknisk fair. De senere års udvikling i Danmark har medført en større fremtidig risiko for dybe tilbageslag, bl.a. fordi nye låneformer, en stor finansiel sektor og store institutter med nye forretningsmodeller, ejendomsværdiskattestop mv. har reduceret den økonomiske og finansielle stabilitet, og fordi der i dag er mindre finanspolitisk råderum og kun få ”lavthængende frugter” i strukturpolitikken sammenlignet med situationen før krisen.
- Forsikringselementet i en bankunion betyder, at det mulige negative samspil mellem statens finanser og den finansielle sektor i en krisesituation kan mindskes. Denne delvise afkobling kan reducere risikoen for, at en krise spredes fra et land til et andet.
- Til gengæld kan forsikringselementet øge tilskyndelsen til at føre mindre disciplineret finanspolitik, idet omkostningerne delvist bæres af andre lande. Dette styrker relevansen af Stabilitets- og Vækstpagten samt Finanspagten og proceduren om makroøkonomiske ubalancer, som netop sigter på at identificere og imødegå makroøkonomiske ubalancer mere bredt. Det er også vigtigt, at den fælles statsfinansielle bagstopper udformes, så den ikke giver medlemsstaterne incitament til en mindre ansvarlig finanspolitik. Bankunionen betyder ikke, at der indføres fælles hæftelse for andre landes statsgæld.
- En bankunion kan sikre en mere ensartet og troværdig administration af reglerne omkring krisehåndtering. Beslutninger om tilsyn med og krisehåndtering af store institutter vil sandsynligvis være mindre præget af nationale særinteresser. Det samme gælder fx genopretnings- og afviklingsplaner, herunder de krav, der skal stilles til store institutter for at sikre, at de kan håndteres i en krise.
- I SIFI-aftalen er der lagt vægt på, at danske SIFI’ers konkurrenceevne ikke må forringes ift. SIFI’er i andre lande. Dermed bliver ambitionsniveauet i andre lande retningsgivende for kravene til danske SIFI’er. Det kan være en væsentlig fordel ved Bankunionen, at nationalstaterne ikke kan svække reguleringen ud fra et misforstået konkurrenceevnehensyn.

Boks 9.1, fortsat

- Kattellemen, der åbner for statsgarantier til store institutter uden bail in, er en del af Krisehåndteringsdirektivet. Kattellemen truer troværdigheden af afviklingsregimet. Det er sandsynligt, at kattellemen vil blive brugt mindre i Bankunionen, da afviklingsomkostningen bæres i fællesskab, mens garantierne bæres af den enkelte stat. Den fælles afviklingsmyndighed vil også kunne opbygge større ekspertise og erfaring end nationale afviklingsmyndigheder og dermed sikre en mere effektiv krisehåndtering.
- Deltagelse i eurosamarbejdet forudsætter deltagelse i Bankunionen. En deltagelse i Bankunionen vil derfor lette en senere indtræden i euroen.

Boks 9.2 anbefalinger

- Hvis Bankunionen kommer til at fungere som tilsigtet, kan deltagelse rumme betydelige fordele for Danmark. Danmark bør deltage i det forberedende arbejde og forsøge at påvirke Bankunionen i en hensigtsmæssig retning. Et ønske om maksimal indflydelse kan tale for, at Danmark træder ind i Bankunionen relativt hurtigt. Under alle omstændigheder må det forventes, at usikkerhederne vil være ryddet af vejen i 2023, så det er muligt for Folketinget at træffe en endelig beslutning om at træde ind senest på det tidspunkt.
- Danmark bør også arbejde aktivt for, at den statsfinansielle bagstopper udformes, så den ikke giver medlemsstaterne incitament til en mindre ansvarlig finanspolitik. Det kan fx ske ved, at lande med lavere ratet statsgæld indbetaler højere præmier til bagstopperen, eller alternativt opnår en lavere dækning. Desuden bør bankernes bidrag til afviklingsfonden afhænge af deres risikoprofil.
- Hvis vi ikke deltager i Bankunionen, vil der være behov for en strammere finansiel regulering i Danmark for at gardere os bedre mod finansielle kriser, hvis omkostninger vi i givet fald selv skal bære.

9.1 Elementerne i Bankunionen

Formålet med en bankunion

For eurolandene ligger deltagelsen i Bankunionen fast, men i Danmark skal vi vælge, om vi vil deltage. Formålet med Bankunionen er at reducere sandsynligheden for fremtidige finansielle kriser og bidrage til, at de får mindre rækkevidde og bedre kan håndteres, hvis de alligevel opstår. Desuden kan en rigtigt udformet bankunion bidrage til at styrke den finansielle integration og sikre mere lige konkurrencevilkår på tværs af landene. Bankunionen kan dermed anskues som en styrkelse af det indre marked.

Afhængighed mellem stater og banker

Under Finanskrisen var der kun få banker i Europa, som "fik lov" at gå ned. Staterne greb ind med kapitalindsud og garantier til dele af eller hele den finansielle sektor. Tilførslen af lånekapital og udstedelse af garantier har bidraget til den efterfølgende statsgælds-krise, hvor der i de fleste europæiske lande opstod et negativt, selvforstærkende samspil mellem problemerne i en række banker og hjemlandets offentlige finanser, det såkaldte doom loop.

Et af de forebyggende formål med Bankunionen er at styrke institutternes robusthed ved at skabe et mere ensartet og konsekvent tilsyn med sunde institutter. Et andet centralt formål er at reducere risikoen for, at det negative doom loop får stor styrke i enkeltlande, hvis krisen alligevel opstår. Det sker især ved, at håndteringen af nødlidende banker i højere grad flyttes fra nationalstaterne til overstatsligt niveau, og at der i en bankunion er adgang til finansiering fra en fælles afviklingsfond.¹ Det kan delvist afkoble statsfinansier og banksektorer i de enkelte lande i tilfælde af relativt dybe kriser.

I Bankunionen vil regelgrundlaget som udgangspunkt være det samme, som hvis man ikke deltager i Bankunionen. Direktiverne om bl.a. kapitalkrav og krisehåndtering gælder således, uanset om man deltager eller ej. Forskellen er, at centrale beslutninger flyttes fra nationalt niveau til fælles niveau, med henblik på at sikre mere ensartet praksis, større troværdighed og adgang til forsikring. Beslutninger om tilsyn med institutterne og afvikling skal således træffes af fælles myndigheder. Det er dog kun de store institutter, der i første omgang vil være omfattet af fælles tilsyn mv. De mindre institutter vil fortsat i praksis skulle håndteres af nationale myndigheder, men efter samme regler.

Beslutninger træffes centralt

Adgangen til fælles finansiering af nødlidende banker kan opfattes som en forsikring. Den fælles finansiering træder imidlertid først i kraft, efter aktionærer og kreditorer i det pågældende institut har taget betydelige tab på 8 pct. af passiverne. Der er således en pæn selvrisiko. Det fælles bidrag skal betales af den fælles afviklingsfond, som finansieres af pengeinstitutterne i alle medlemslandene.

Forsikring

Bankunionen kan derfor ses som en fælles europæisk forsikringsordning mod finansiell uro, som samtidigt, og måske især, kan bidrage til at styrke det indre marked for finansielle tjenesteydelser. Bankunionen er en naturlig udbygning af eurosamarbejdet, og vil, sådan som den tegner sig, styrke den finansielle stabilitet i euroområdet, hvilket er til gavn for Danmark. De forholdsvis lempelige kapitalkrav til SIFI'er er imidlertid også et problem for den finansielle stabilitet i Bankunionen. De største kreditinstitutter i EU er lavt kapitaliserede, og de nye kapitalkrav vil ikke ændre afgørende på det billede. Boks 9.3 giver et overblik over de forskellige institutioner i Bankunionen.

1. Jf. Jensen m.fl. (2014) i baggrundsrapporten.

Boks 9.3 Centrale elementer i Bankunionen og vigtige institutioner

Fælles spilleregler for den finansielle sektor. De fælles spilleregler består af Kapitalkravs- og Krisehåndteringsdirektivet. Reglerne gælder for alle EU-lande uanset om de er medlemmer af Bankunionen eller ej. Bankunionen består herudover af en fælles tilsynsmekanisme, en fælles afviklingsmekanisme og en finansiel bagstopper.

Den fælles tilsynsmekanisme. Tilsynet bliver lagt under Den Europæiske Centralbank, ECB, hvor medlemslandenes nationale tilsyn vil være repræsenteret.

ECB får ansvaret for tilsynet med alle institutter i Bankunionen, men vil kun føre direkte tilsyn med ca. 130 af de største banker, mens tilsynet med de mindre banker varetages af de nationale tilsyn. ECB forestår et forberedende sundhedstjek af de største institutter. Undersøgelsen indeholder tre elementer: Risikovurdering, gennemgang af aktivernes kvalitet og en omfattende stresstest. Resultatet fremlægges i efteråret 2014. Hvis der viser sig problemer i nogle banker, skal det som udgangspunkt håndteres nationalt forud for indtrædelse.²

Den fælles afviklingsmekanisme. Afviklingsmekanismen skal håndtere afviklingen eller genopretningen af nødlidende banker. Mekanismen omfatter også en fælles afviklingsfond, som er finansieret af den finansielle sektor, og som skal dække omkostningerne ved krisehåndtering.

Finansiel bagstopper. Foreløbig er det aftalt, at bagstopperen skal være etableret senest den 1. januar 2024. Instrumentet er dog endnu ikke operationaliseret, og det er eksempelvis usikkert om eurolandenes nuværende bagstopper, European Stability Mechanism, ESM, bliver bagstopper i Bankunionen. Foreløbigt er det kun eurolandene, der har adgang til en bagstopperfunktion i form af ESM'en.

EU's systemiske risikoråd. Risikorådet har ansvaret for den makroprudentielle overvågning. Det skal komme med henstillinger, således at Ministerrådet har mulighed for at fremlægge konkrete forslag til handlinger i takt med, at problemerne identificeres.

European Banking Authority (EBA). EBA skal bl.a. udarbejde tekniske retningslinjer og standarder til sikring af, at de nye regler og praksisser for tilsyn og krisehåndtering løbende harmoniseres på tværs af EU-landene.

Kilde: Jensen m.fl. (2014) i baggrundsrapporten.

9.1.1 Tilsynet og afviklingsmekanismen

Tilsynet

Det fælles tilsyn vil blive placeret under ECB. Tilsynet har ansvaret for at overvåge, om kreditinstitutterne efterlever reglerne i Kapitalkravsdirektivet og for at godkende institutternes genopretningsplaner og administrere reglerne for fx tidlig indgriben. Ansvaret for institutter, der ikke kan genoprettes og opfylder betingelserne for afvikling, vil blive overdraget til den fælles afviklingsmyndighed.

Det fælles tilsyn påbegyndes i efteråret 2014. Hvis Danmark deltog fra starten ville de fem største SIFI-institutter, Danske Bank, Nykredit, Nordea Danmark, Jyske Bank og BRF-kredit, med sikkerhed være omfattet af det fælles tilsyn. De øvrige SIFI'er, Sydbank og DLR-kredit, ville kun være omfattet, hvis tilsynsmyndighederne i ECB vurderede, at de var systemiske. Danske Bank vil på grund af dens aktiver i Finland være delvist omfattet, selvom Danmark ikke deltager.

Afviklingsmyndigheden

Beslutninger om krisehåndtering af et kreditinstitut vil blive truffet af den fælles afviklingsmyndighed. Denne myndighed har derfor også ansvaret for bankens afviklingsplan og kan fx bede de nationale myndigheder om at fjerne eventuelle forhindringer for en effektiv krisehåndtering af institutterne. Den fælles afviklingsmyndighed skal også opstille de såkaldte institutspecifikke MREL-krav, dvs. krav til såkaldte nedskrivningsparate passiver, som skal sikre, at bail in værktøjet kan anvendes. Bail in er et udtryk for, at kreditorer og aktionærer skal betale først, hvis et institut bliver nødlidende.

2. Jf. <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr131023.en.html>

Den fælles afviklingsfond skal finansieres af kreditinstitutterne i medlemslandene og skal dække udgifterne ved afvikling af kreditinstitutter efter bail in, dvs. efter aktionærer og kreditorer har taget tab på 8 pct. af passiverne. Fonden skal frem mod 2024 opbygges til ca. 55 mia. euro, hvilket svarer til ca. 1 pct. af de deltagende kreditinstitutters dækkede nettoindskud. Hvert institut indbetaler et årligt bidrag til fonden. Bidraget forventes at afhænge af instituttets størrelse, forretningsmodel og risiko, men bidragsnøglen er endnu ikke fastlagt. Fordelingsnøglen på institutter og lande er selvsagt vigtig.

Afviklingsfonden

Krisehåndteringen af et enkelt eller få store institutter vil formentligt kunne håndteres af afviklingsfonden. Men da fonden er forholdsvis begrænset er der lagt op til, at den også skal have mulighed for at låne på markedet, hvis midlerne i en periode viser sig utilstrækkelige. Afviklingsfondens bidrag til en konkret afvikling kan fx være i form af garantier eller lån, som kan hjemtages til fonden igen, hvis situationen i det nødlidende institut retter sig.

Lån nødvendige

For at sikre troværdighed om bankunionen skal der etableres en statslig bagstopperfunktion. Foreløbig har Ministerrådet "kun" udtalt i en pressemeddelelse, at der under Bankunionen senest d. 1. januar 2024 skal etableres en fælles finansiel bagstopper for Bankunionens afviklingsfond med ens vilkår for alle deltagende lande. Men den specifikke konstruktion er endnu ikke veldefineret. Som udgangspunkt må det ventes at afviklingsfonden i en kritisk situation kan optage lån på markedet med statslig sikkerhedsstillelse eller direkte af bagstopperen. Idéen er, at det på lang sigt altid er kreditinstitutterne, der via genopbygningen af fonden kollektivt bærer omkostninger ved afvikling, men at staterne kan stille sikkerhed og tilføre midler igennem en statslig bagstopper.

Bagstopperfunktion i tilfælde af større kriser

Udfordringen består i at fastlægge, hvor meget bankerne i de forskellige lande skal betale til forsikringsordningen og hvilke lande, der skal stille sikkerhed for eventuelle lån, hvis fonden viser sig at være utilstrækkelig og under hvilke betingelser. I nogle lande sidder bankerne fortsat inde med dårlige aktiver som følge af krisen og den u hensigtsmæssige økonomiske politik, som landet har ført. Der er med andre ord en krisearv, som er svær at opgøre, og som skaber problemer med at fastlægge institutternes bidrag til afviklingsfonden.

Byrdefordelingen ligger ikke fast

9.1.2 Sundhedstjekket

ECB har foretaget et sundhedstjek af de banker, der kommer under det fælles tilsyn.³ Det drejer sig om 128 banker, som samlet udgør ca. 85 pct. af banksektoren i eurolandene målt ved aktiverne. For det enkelte institut består tjekket af tre dele: En analyse af nøglerisici, herunder af bankens likviditets- og finansieringssituation, en vurdering af kvaliteten af aktiverne på balancen samt et stresstest. Gennemgangen afsluttes i oktober 2014, hvorefter ECB skal overtage tilsynet.⁴

Sundhedstjek forud for union

Kriterierne, som institutterne skal leve op til, er milde i forhold til de nye, fuldt indfasede regler, som følger af Kapitalkravsdirektivet. ECB har sat tillægget for systemisk risiko til en pct. af de risikovægtede aktiver. Ifølge Kapitalkravsdirektivet skal de mest systemiske banker have ekstra kapitalkrav på mellem en og fem pct. af de risikovægtede aktiver, når reglerne er fuldt indfaset. ECB har heller ikke medtaget den modcykliske kapitalbuffer, der kan sættes til mellem 0 og 2,5 pct. af de risikovægtede aktiver.

Milde kriterier

Kapitalkravet er opgjort ift. de risikovægtede aktiver, og risikovægtene er lave i de store institutter. Det skal bl.a. ses i lyset af, at de større banker anvender såkaldte IRB-metoder, når de opgør deres solvensprocenter mv. ECB's kapitalkrav svarer til, at egenkapita-

3. Redaktionen af dette kapitel er afsluttet inden resultatet af sundhedstjekket forelå.

4. Jf. Andersen (2014c) i baggrundsrapporten.

len ikke må blive lavere end 2-4 pct. af balancen. For Danske Bank er den gennemsnitlige risikovægt på omtrent 25 pct. og kravene i sundhedstjekket er her ca. 2 pct. af balancen. ECB's krav er dermed også lempeligere end dem, der følger af den danske SIFI-aftale, når de er fuldt indfaset i 2019.

Danske institutter ser ud til at være relativt godt kapitaliserede

EBA har gennemført en omfattende indsamling af data fra de største europæiske institutter.⁵ For Danske Bank, Nykredit, Jyske Bank og Sydbank udgør den egentlige kernekapital omkring 15 procent af de risikovægtede aktiver. EBA-rapporten viste, at Danmarks banksektor samlet set havde det højeste niveau for kernekapital i forhold til risikovægtede aktiver blandt de deltagende lande. Det skyldes til dels, at større danske banker har relativt lav gennemsnitlig risikovægt. Opgjort som andel af de uvægtede aktiver er Danske Bank og Nykredit relativt lavt polstrede. Det er derfor ret afgørende at risikovægtene er retvisende og kan sammenlignes på tværs af lande og institutter. Deutsche Bank, som er en af de største banker i verden, havde en lav egentlig kernekapital på godt 2 pct. af de samlede aktiver ved udgangen af 2. kvartal 2013. Blandt de store institutter i EU er der en tydelig tendens til, at forholdet mellem egentlig kernekapital og balancen er lavere, jo større institutterne er.

Håndtering af kapitalbehov

Det er i skrivende stund uklart, hvordan eventuelle kapitalbehov skal håndteres. De nye nationale regler for afvikling af nødlidende banker implementeres først fra 2015, og selve Bankunionen med fælles hæftelse og afviklingsregime har længere udsigter. Der er heller ikke i euroområdet en overordnet rekapitaliseringsplan som kan sættes i værk til efteråret. Det er meldt ud, at eventuelle problemer, der identificeres ved ECB's undersøgelse, skal håndteres nationalt, hvilket må forstås sådan, at den fælles fond i givet fald ikke skal bidrage med finansiering. Hvis det viser sig, at der er et stort rekapitaliseringsbehov i gældsplagede lande som fx Spanien og Grækenland, kan det negative samspil mellem statsgæld og finanssektor blive revitaliseret.

9.2 Nogle effekter af en bankunion

9.2.1 Troværdighed og konsekvens i tilsyn og afvikling

Formentlig mere konsekvent tilsyn

Centraliseringen af tilsynsrollen i ECB under det fælles tilsyn kan være med til at sikre et mere konsekvent tilsyn og større sikkerhed for tilstrækkeligt effektive genopretnings- og afviklingsplaner. Det skal bl.a. ses i sammenhæng med, at ECB, som har ansvar for pengepolitikken i euroområdet, må formodes at være optaget af, at fastholde sin relativt høje troværdighed. Det er vurderingen, at mulighederne for politiske afgørelser er mindre, end i et regime, der er nationalt forankret.

Mindre nationalt bias

I en bankunion vil der være fælles tilsyn med især store institutter, og der vil formentlig samlet set blive brugt flere resurser på at føre tilsyn med disse institutter. Det fælles tilsyn kan sikre en mere ensartet håndhævelse af den finansielle regulering og forebygge, at de enkelte lande i særlig grad tilgodeser deres egne institutter på en måde, der hæmmer konkurrencen og kapitalbevægelserne mellem medlemslandene. Efter krisen har der været en tendens til såkaldt nationalt bias i tilsynet i nogle tilfælde, som kan have bidraget til finansiell disintegration i EU.

Misforstået konkurrenceevnehensyn kan undgås

Det kan være en væsentlig fordel ved Bankunionen, at nationalstaterne ikke kan sænke paraderne ud fra et misforstået konkurrenceevnehensyn. I den danske aftale om regulering af SIFI-institutter (Bankpakke 6), er der eksempelvis lagt vægt på, at danske SIFI'ers konkurrenceevne ikke må forringes ift. SIFI'er i andre lande, jf. kapitel 6. Dermed er det

5. Jf. EBA (2013): EU-wide Transparency Exercise 2013. European Banking Authority.

ambitionsniveauet i andre lande, som vil være retningsgivende for de krav, der i sidste ende vil blive stillet til danske SIFI-institutter. Hvis andre lande har samme tilgang, kan reguleringen blive konkurreret ned i styrke. Det kan forhindres i en bankunion, som derfor kan understøtte et højere ambitionsniveau, både i det finansielle tilsyn og i administrationen af reglerne om krisehåndtering, hvor der også er væsentlige muligheder for national diskretion.

I en bankunion vil beslutninger om krisehåndtering ske på EU-niveau. De aftaler, der indtil videre er indgået om Bankunionen, tyder på, at den direkte politiske indflydelse på krisehåndteringen vil blive begrænset. Beslutninger om tilsyn med og krisehåndtering af store institutter vil derfor sandsynligvis være mindre præget af nationale særinteresser. Det samme gælder fx genopretnings- og afviklingsplaner, herunder de krav, der skal stilles til store institutter, for at sikre at de kan håndteres i en krise. Den fælles afviklingsmyndighed vil også kunne opbygge større ekspertise og erfaring end nationale afviklingsmyndigheder og dermed sikre en mere effektiv krisehåndtering.⁶

Kattelemmen, der muliggør statsgarantier til banker, som endnu ikke er kommet i solvensproblemer, findes også i Bankunionen.⁷ Denne garanti kan under særlige betingelser gives uden forudgående bail in. Sandsynligheden for, at kattelemmen anvendes, kan være mindre, hvis man deltager i Bankunionen, end hvis man ikke gør. I en bankunion vil en del af omkostningerne ved genopretning af store nødlidende banker bæres af medlemslandene i Bankunionen, og tilskyndelsen til at give statsstøtte i bankens hjemland tidligt i forløbet kan derfor være mindre.⁸

En konsekvent og troværdig krisehåndtering, hvor der er en klar forventning om, at aktionærer og investorer vil lide tab som de første, hvis et institut bliver nødlidende, kan styrke tilskyndelse til at polstre sig og til sund drift i gode tider. Det vil reducere den implicite støtte og gøre den mere ensartet på tværs af lande. Dermed skabes mere lige konkurrence mellem store institutter på tværs af lande og mellem større, systemiske institutter og mindre institutter inden for landegrænserne. Det kræver imidlertid bl.a. at den nævnte kattelem ikke ses som en realistisk mulighed for større institutter.

Ensartet tilsyn og krisehåndtering kan forbedre konkurrencen i medlemslandene ad andre veje. En bank, der overvejer at åbne et datterselskab i et nyt land inden for Bankunionen, vil på forhånd have indsigt i den administrative praksis i landet. Hvis der er tale om et SIFI-institut, der håndteres direkte af det fælles tilsyn, vil man også have direkte erfaring med de regulerende myndigheder inden man starter i et nyt land. Dermed kan nogle adgangsbarrierer være fjernet, hvilket kan styrke konkurrencen.

Omkostningerne for Danmark ved at store danske banker bliver nødlidende, er større uden for en bankunion. Det skyldes, at andre lande i så fald ikke bærer dele af byrden. Derfor bør reguleringen af den finansielle sektor i Danmark være strammere, hvis vi ikke er med i en bankunion. Fx vil det være endnu vigtigere at sikre, at SIFI-institutter kan afvikles eller restruktureres på en ordnet måde, også i en kritisk situation. Det kan fx kræve væsentlige indgreb i bankernes drift eller højere kapitalkrav end i andre lande.

**Mere troværdig
krisehåndtering i en
bankunion**

**Måske mindre brug
af kattelemmen**

**Konsekvent
krisehåndtering
kan forbedre
konkurrencen
mellem store og små**

**Ensartet håndtering
kan også forbedre
konkurrencen over
grænser**

**Strammere
regulering
nødvendig uden for
Bankunionen**

6. Det fælles tilsyn omfatter dog ikke fuldt ud banker, hvor hovedkvarteret eller datterselskabet er placeret i lande, der står udenfor. Derfor kan der opstå uenighed om byrdefordelingen på tværs af lande ved en eventuel afvikling af en nødlidende bank, der opererer både inden og uden for tilsynets område.

7. Se kapitel 8 for en diskussion af indholdet af kattelemmen.

8. Lande med gode statsfinanser kan benytte sig af muligheden, mens gældsplagede lande omvendt ikke på samme måde kan stille troværdige garantier. Nationale politikere kan også have tilskyndelse til at give statsgarantier, når de i en bankunion ikke længere har hånden på afviklingsproceduren.

**Forsikrings-
elementet i Bank-
unionen**

9.2.2 Forsikringen

Forsikringselementet i Bankunionen betyder, at andre europæiske banker overtager en del af risikoen i de danske banker og omvendt, hvis Danmark vælger at deltage. Det er dog kun ved anseelige tab, at der udløses bidrag fra fælles fonde. Også i Bankunionen gælder, at kreditorer og aktionærer i et nødlidende institut skal betale først (8 pct. af alle passiver), før der kan komme finansieringsbidrag fra afviklingsfonden.

**Kan være væsentlig
fordel**

Bankunionens forsikringselement kan – afhængigt af det danske bidrag til forsikringen – være en særlig fordel for Danmark, der har en stor finansiel sektor og relativt store institutter. De senere års udvikling i Danmark har medført en større fremtidig risiko for dybe tilbageslag, bl.a. fordi nye låneformer, nye forretningsmodeller for bankerne og ejendomsværdiskattestop mv. har reduceret den økonomiske og finansielle stabilitet, og fordi der i dag er mindre råderum til at lempe finanspolitikken i en krisesituation og kun få "lavthængende frugter" i strukturpolitikken sammenlignet med situationen før krisen. Samtidig er de negative, samfundsøkonomiske effekter ved at forsvare fastkurspolitikken med pengepolitiske renteforhøjelser forøget. Det taler for, at Danmark deltager i Bankunionen – det kan bl.a. afløfte nogle af omkostningerne for Danmark ved meget negative forløb, hvor tilliden til den økonomiske politik svækkes.

Omvendt kan det være mindre attraktivt for Danmark at gå ind i Bankunionen, hvis det vurderes, at de andre lande har større sandsynlighed for at blive ramt af en finansiel krise, som udløser bidrag fra fælles fonde, og at denne merrisiko ikke står i et rimeligt forhold til vores finansieringsbidrag til afviklingsfonde mv. I den vurdering bør indgå, at Bankunionen må forventes at reducere sandsynligheden for finansielle kriser i euroområdet, samt at dansk økonomi som nævnt er blevet mere sårbar.

Forsikringselementet i en Bankunion betyder som nævnt, at det mulige negative samspil mellem statens finanser og den finansielle sektor i en krisesituation kan mindskes. Denne delvise afkobling kan reducere risikoen for, at en krise i et land spredes til et andet.

**Finanspolitisk
disciplin?**

Til gengæld kan forsikringselementet øge tilskyndelsen til at føre en mindre disciplineret finanspolitik, idet andre lande potentielt bærer nogle af omkostningerne. Dette styrker relevansen af Stabilitets- og Vækstpagten samt Finanspagten og proceduren om makroøkonomiske ubalancer, som netop sigter på at identificere og adressere makroøkonomiske ubalancer mere bredt.

Danmark bør også arbejde aktivt for, at den statsfinansielle bagstopper udformes så den ikke giver medlemsstaterne incitament til en mindre ansvarlig finanspolitik. Eksempelvis kunne man forestille sig en ordning, hvor lande med lavere ratet statsgæld indbetaler højere præmier til bagstopperen eller alternativt opnår en lavere dækning. Desuden bør bankernes bidrag til afviklingsfonden også afhænge af deres risikoprofil.

**Landene hæfter ikke
for andres statsgæld**

Som Bankunionen ser ud nu, er der ikke grundlag for at sige, at medlemslandene skulle komme til at hæfte for hinandens statsgæld, eller at der stilles krav om en fælles finanspolitik. Bidrag fra den fælles afviklingsfond kræver, som nævnt, at aktionærer og kreditorer først tager et tab på 8 pct. af passiverne, før bidrag fra den fælles afviklingsfond kan komme på tale. Herefter kan fonden bidrage med op til 5 pct. af balancen. Støtten fra afviklingsfonden kan fx blive anvendt til at garantere forpligtelser i instituttet eller til lån til det nødlidende institut ikke som støtte til stater. Hertil kommer, at den fælles tilsyns- og afviklingsmyndighed kan stille krav både til sunde institutter og til det institut, der modtager støtten, herunder eksempelvis at den ikke må købe flere statsobligationer fra sin egen stat.

Disse bremseklodser – sammen med reglerne i Finanspagten og Stabilitets- og Vækstpagten – vil minimere risikoen for forløb, hvor eksempelvis statsgældsproblemer i et land fortsætter med at vokse og finansieres af landets banker ved opkøb af stratsobligationer, der ultimativt vil blive reddet af EU's fælles fonde. Det er imidlertid netop udfordringer af denne type, som skal inddrages ved udformningen af finansieringsmodellen og den statslige bagstopperfunktion. Eksempelvis er der tvivl om hvad der skal ske, hvis midlerne fra afviklingsfonden på 5 pct. af balancen vurderes at være utilstrækkelige. Det bør herudover også sikres, at statsgældsbeviser tildeles en højere risikovægt i opgørelsen af bankernes risikovægtede aktiver. I dag er reglerne udformet sådan, at kreditinstitutter har tilskyndelse til at investere i statsobligationer frem for virksomheder, hvilket kan forstærke båndet mellem banker og stat og dermed modvirke intentionen i en bankunion.

9.2.3 Danmarks strategi

Ud fra en samlet vurdering virker en fastholdelse af status quo ikke som en relevant mulighed. Enten deltager vi i Bankunionen for at nyde godt af den fælles forsikringsordning og for at bidrage mest effektivt til forbedring af den finansielle regulering i EU, eller også bør vi stramme reguleringen yderligere i Danmark for at gardere os mere mod kriseforløb, der kan have store samfundsøkonomiske omkostninger, som vi selv skal bære fuldt ud. På samme måde kan der argumenteres for, at kravene til andre dele af den økonomiske politik forøges, hvis Danmark ikke deltager. Samtidig kan fordele og ulemper ved deltagelse først endelig afklares, når der foreligger en konkret model for bagstopperfunktionen og finansieringen af afviklingsfonden.

En velfungerende bankunion kræver, at beslutninger om tilsyn og afvikling sker på overnationalt niveau efter et fælles regelsæt. Deltagelse i en bankunion indebærer derfor i praksis, at beslutningskompetence overdrages, bl.a. fordi beslutninger om at give og inddrage licens til bankdrift og om disponering af indbetalte fondsmidler, formelt overdrages til de besluttende organer i samarbejdet. Det er denne overdragelse af kompetence, som kan sikre øget troværdighed i reguleringen, og som giver adgang til forsikring. Til gengæld vil deltagelse betyde, at danske myndighedsrepræsentanter bliver repræsenteret i disse organer og dermed får indflydelse på beslutninger om tilsyn og afvikling af banker i medlemslandene.

Hvis Bankunionen kommer til at fungere efter hensigten, kan deltagelse rumme fordele for Danmark. Danmark bør aktivt deltage i det forberedende arbejde og forsøge at påvirke Bankunionen i en hensigtsmæssig retning. Et ønske om maksimal indflydelse kan tale for, at Danmark træder ind i Bankunionen relativt hurtigt. Under alle omstændigheder må det forventes, at usikkerhederne vil være ryddet af vejen i 2023, så det er muligt for Folketinget at træffe en endelig beslutning om at træde ind senest på det tidspunkt. Hvis Danmark vælger at stå udenfor, vil vi anbefale en mere restriktiv finansiell regulering.

Medlemskab af en bankunion er en forudsætning for at deltage i euroen. Danmark har en mulighed for at indtræde i eurosamarbejdet, hvis vi på et tidspunkt måtte ønske det. En velfungerende bankunion vil gøre denne valgmulighed mere attraktiv, da den vil bidrage til en bedre økonomisk udvikling i euroområdet. Danmarks holdning til Bankunionen er derfor også et væsentligt politisk spørgsmål – det handler om Danmarks fremtidige placering i det europæiske samarbejde.

Status quo et dårligt alternativ

Afgivelse af beslutningskompetence

Danmark bør søge indflydelse

Bankunionen er et vigtigt politisk spørgsmål

Baggrundsrapporter og -notater anvendt i dette kapitel

Andersen, C. H. (2014c): Sundhedstjek af de europæiske banker: Asset Quality Review og stresstest af bankerne.

Jensen, L. (2014a): De økonomiske omkostninger af højere kapital- og likviditetskrav: Effekt på udlånsrente og BNP.

Jensen, L., Andersen, C. H., Larsen, N. W. og Karlsson, A. G. (2014): Ny finansiel regulering i EU og Bankunion.

Jensen, L. og Larsen, B. L. (2014): Det negative samspil mellem stat og banker under finanskrisen: En empirisk analyse.

Karlsson, A.G., Larsen, R.B., og Christiansen, J.K. (2014): Likviditetskrav i den nye regulering: En beskrivelse af tre centrale reguleringstiltag.

kraka



10. Detailregulering og kontrol

Boks 10.1 Hovedkonklusioner

Detailregulering

- Balancen i den finansielle regulering er ikke optimal. Der er for lidt fokus på kapitalkrav og på at sikre en tilstrækkelig økonomisk tilskyndelse til høj kapitalisering og for meget vægt på detailregulering og proceskrav mv. Reguleringen bliver dermed afgørende afhængig af et effektivt tilsyn.
- Det er imidlertid en svær opgave at føre effektivt tilsyn: Resurserne er begrænsede, og institutterne er komplekse. Risici bygges typisk op, når konjunkturerne er gode og kan være svære at identificere i tide. Den acceptable fejlmargen er mindre, når kapitalkravene er små. Der er risiko for, at opbakningen til et offensivt tilsyn svækkes, når krisen kommer på afstand, og at tilsynet bliver konjunkturmedløbende, dvs. stramt i dårlige tider og lempeligt i gode tider.
- Det kan være vanskeligt og omkostningsfuldt for institutterne at leve op til de mange nye krav og regler. Det er også blevet mere krævende at deltage i bestyrelsesarbejdet og matche den daglige ledelse. Dette kan belaste mindre institutter relativt hårdt og dermed skævvride konkurrencen.
- Danske kreditinstitutter er kendetegnet ved omfattende stemmerets- og ejerbegrænsninger. Analyser tyder ikke på, at disse begrænsninger skulle være til gavn for den finansielle stabilitet, snarere tværtimod.

Ekstern revision

- På grund af deres særlige betydning for den finansielle stabilitet er det især vigtigt, at den eksterne revision af SIFI'erne er af høj kvalitet. Det er således de reviderede regnskabsoplysninger, som ligger til grund, når myndighederne tager stilling til SIFI'ers sundhedstilstand, og når det skal vurderes, om institutterne lever op til krav i lovgivningen.
- Der er ikke grund til at tro, at markedet for ekstern revision kan levere den revisionskvalitet, som myndighederne efterspørger. Det skyldes, at kvaliteten af den eksterne revision er meget svær at måle løbende, og at prisen på ekstern revision fastlægges på markedet og derfor afhænger af pengeinstitutternes betalingsvillighed og ikke kun af de kvalitetskrav, som myndighederne stiller.
- Revisorerne modtager betaling fra de institutter, de reviderer, men leverer også andre ydelser til institutterne. Denne markedsstruktur kan potentielt skabe loyalitetskonflikter og bidrager dermed til at skabe mistillid til den eksterne revision.
- Siden krisen har myndighederne skærpet kravene til ekstern revision ved at stille flere konkrete proceskrav, indføre certificeringsordning, øge kravet til uddannelse osv. Men hvis markedsstrukturen ikke understøtter hensigterne, kan effekten være begrænset.
- Danske SIFI'ers udgifter til ekstern revision, målt som andel af deres driftsomkostninger og som andel af deres samlede balancer, er faldet siden år 2000. Desuden bruges tilsyneladende væsentligt færre resurser på ekstern revision af store danske SIFI-institutter end på at revidere store ikke-finansielle virksomheder. Det anslås, at den eksterne revision af SIFI'er skal revidere ca. 60 gange flere aktiver og passiver per debiteret revisionstime end den eksterne revision af large cap ikke-finansielle virksomheder.

Boks 10.2 anbefalinger

- I tråd med anbefalingerne i de andre kapitler foreslår vi, at man herhjemme og i EU arbejder i retning af et system med mærkbart større kapitalkrav til især SIFI'er, større økonomisk tilskyndelse for institutterne til selv at kapitalisere sig, og mindre fokus på detail- og proceskrav for velkapitaliserede institutter. Det kan gøre systemet mere robust og reducere behovet for et meget detaljeret tilsyn, ligesom det kan reducere institutternes omkostninger ved at efterleve reguleringskravene. Der bør sigtes efter at gøre reglerne enklere.
- Med den nuværende vægtning i reguleringen bør Finanstilsynet have flere ressourcer til at foretage grundige inspektioner af fx SIFI-institutter. Samtidigt bør der sigtes efter, at man ved at opnå stærk kapitalisering kan blive omfattet af lempeligere administrativ praksis mv. på andre områder.
- Stemmerets- og ejerbegrænsninger er udbredte i den danske finansielle sektor, men der er ikke fundet belæg for, at begrænsningerne øger den finansielle stabilitet, snarere tværtimod. Det peger isoleret set på, at de bør indskrænkes for at fremme konkurrencen i sektoren.

Advokaters rolle

- Advokaters ekspertise kan eventuelt inddrages forebyggende ved at indføre mulighed for retslig revision – såkaldt legal audit – i form af en lejlighedsvis stikprøvekontrol af, om institutter efterlever de mange regler og procedurer og eventuelt, om virksomhedsledelsen er effektiv. To modeller kan overvejes:
- Tilbagevendende retslig revision kan indgå som en del af det almindelige kodeks omkring god selskabsledelse, dvs. efter det såkaldte følg-eller-forklar princip.
- Finanstilsynet kan iværksætte en restlig revision af et institut, hvis der vurderes at være et behov. I dette tilfælde er der tale om en kontrol, hvor der skal rapporteres tilbage til Finanstilsynet.

Ekstern revision

- Strukturerne på markedet for ekstern revision kan forbedres ved at lade Finanstilsynet være opdragsgiver for ekstern revision af SIFI-institutter. Det kan enten ske ved at Finanstilsynet direkte ansætter revisorer til opgaven eller ved at give Tilsynet ansvar for en rammeudbudsmode, hvor Tilsynet opkræver betaling fra SIFI'er og betaler revisionsvirksomhederne.
- Alternativt kan de nuværende rammer for markedet styrkes ved 1) at indføre et krav om at revisorer, der udfører ekstern revision af et SIFI-institut, ikke samtidig må sælge andre ydelser til instituttet, 2) at Finanstilsynet bruger sin hjemmel til at udpege en ekstra revisor til systemisk vigtige institutter, som særligt skal revidere fx opgørelse af risikovægte, grundlag for genopretnings- og afviklingsplaner, forudsætninger bag stress-tests og andre forhold af betydning for vurderingen af instituttets stabilitet i en kritesituation og 3) grundigere og hyppigere stikprøvekontrol, der afdækker kvaliteten af revisionen af SIFI'erne.
- Der er behov for flere kompetente revisorer til finansielle virksomheder. Det kan fx opfyldes ved at give bedre mulighed for at kvalificere sig til revision af pengeinstitutter via uddannelse og erfaring. Det kan kræve ændringer af revisoruddannelsen og efteruddannelserne.

10.1 Risici ved ny styringsmodel

Den nye model for kontrol med og regulering af kreditinstitutter, som er opbygget efter finanskrisen, er kendetegnet ved relativt omfattende krav til ledelser, processer og kontrol i pengeinstitutterne. Derudover er der omfattende hjemmel til Finanstilsynet til diskretionært at gribe ind i enkeltinstitutters drift, afhængig af Tilsynets vurdering af den konkrete forretningsmodel og de risici, som tilsynet mener, at de pågældende institutter har taget.

Tilsynet længere ind i bestyrelseslokalet

Samtidig er reguleringen på området meget kompleks, og navnlig for SIFI-institutterne er der tale om, at kapitalkravene fortsat er lave. I en rum tid vil der også være usikkerhed omkring fortolkning og opgørelse af risikovægtene, som kapitalreglerne grundlæggende er bygget op omkring. Desuden er status fortsat, at der ikke er større sikkerhed for, at store institutter kan afvikles uden væsentlige negative virkninger for resten af økonomien, og der er stadig en økonomisk fordel for institutterne ved at finansiere sig med gæld.

Ingen sikkerhed for at institutter kan afvikles

I et sådant command-and-control regime får tilsynet en central plads ift. at sikre finansiel stabilitet. Det bliver i højere grad tilsynets ansvar at sikre, at større institutter ikke bliver nødlidende. Modstykket hertil kan være, at ledelserne i institutterne vil være optaget af at undgå kritik fra tilsynet snarere end selv at tage aktivt stilling til, hvad der kræves for at sikre en sund forretning.

Ansvar overlades til tilsynet

Tilsynet har begrænsede resurser og har ikke adgang til al relevant information. Store institutter er komplicerede, og det kræver mere end sporadiske inspektioner at få dybtliggende indsigt i de risici, som institutterne har taget. Det kan medføre, at myndigheder ud fra forsigtighedshensyn regulerer for skarpt og med instrumenter, som er mindre målrettede. Det gælder måske særligt i perioder, hvor konjunkturerne er svage, og hvor der i offentligheden er fokus på risiko for finansiel uro.

Risiko for konjunkturmedløbende tilsyn

Omvendt betyder Tilsynets vide rammer og reguleringens fortsat begrænsede fokus på effektive økonomiske styringsinstrumenter, at praksis også kan blive for lempelig. Det er formentlig mest sandsynligt, når krisen er kommet på afstand, og konjunkturerne igen er i fremgang. Det er i gode tider, at risici bygges op, men de er vanskelige at identificere og fejlmarginen er lille, når kapitalkravene er små. Det er en fordel, at tilsynet har fået egen bestyrelse, men det er ikke nemt at føre et skarpt tilsyn og gribe ind i institutternes drift, når de har store overskud, økonomien går frem og befolkningen og politikere ser positivt på fremtiden. Det er heller ikke sikkert, at tilsynet kan fastholde og tiltrække medarbejdere med de rette kvalifikationer. Det er svært at holde på gode folk, som kan få vellønnede job i den private sektor, særligt når konjunkturerne er gode.

Der er i SIFI-aftalen fra efteråret 2013 stærkt fokus på, at SIFI-institutternes konkurrenceevne ikke må svækkes. De i forvejen milde krav til institutternes kapitalgrundlag vil eksempelvis blive sat ned, hvis det konstateres, at kravene reduceres i en række referencelände. På samme måde må man formode, at det kan være svært at fastholde politisk opbakning til et særligt stramt dansk tilsyn, når krisen kommer mere på afstand. Det betyder, at regimet samlet set ikke fremstår særligt robust.

Hensyn til konkurrenceevne kan også presse tilsynet

10.2 Kravene til bestyrelserne

Det er formelt bestyrelsen, der har det overordnede ansvar for kreditinstitutterne. Derfor er det i sidste ende dem, der skal sikre, at institutterne ledes forsvarligt. Der er mange forskellige parter, der har en interesse i de beslutninger, der træffes i bestyrelseslokalet, jf. boks 10.3.

Boks 10.3 Interessenterne og bestyrelsens sammensætning

I kreditinstitutter organiseret som aktieselskaber er det aktionærene, der er ejere og som formelt vælger bestyrelsen. I nogle banker, fx Danske Bank, er store aktionærer også repræsenteret i bestyrelsen. I andre, fx Jyske Bank og Sydbank, er der stemmerets- og/eller ejerbe- grænsninger, som begrænser storaktionærens indflydelse og som også sigter på at forhindre, at bankerne overtages af andre. Desuden er der i mange tilfælde indirekte valg til bestyrelsen, idet generalforsamlingen vælger et repræsentantskab, som derefter vælger bestyrelsen. Disse forhold kan mindske aktionærindflydelsen og gøre det vanskeligere at sikre tilstrækkelige kompetencer i bestyrelsen.

Det offentlige har en interesse, i at kreditinstituttet ledes professionelt og ikke tager for store risici. Det gælder navnlig SIFI-institutter, som netop har systemisk betydning. Disse interesser er ikke repræsenteret ved bestyrelsesbordet, men varetages i princippet via den omfattende detailregulering og Finanstilsynets vidtrækkende muligheder for at gribe ind i kreditinstitutternes ledelse og drift.

De investorer, der giver kreditinstitutterne lån (fremmedkapital), kan også blive påvirket af kreditinstitutters afvejning mellem risiko og afkast. Det skyldes, at kreditinstituttets strategi påvirker sandsynligheden for, at lånet betales tilbage igen. Hvis der er implicit statslig støtte til instituttet, kan långivernes tilskyndelse til at overvåge instituttets dispositioner imidlertid mindskes. I nogle kreditinstitutter – fx Nykredit – sidder långiverne dog i praksis med ved bestyrelsesbordet. De, der ejer obligationer udstedt af Nykredit, har ifølge vedtægterne ret til to bestyrelsesposter i Nykredit-koncernen.

De produktionsvirksomheder, der finansierer deres drift med lån i kreditinstituttet, har også en interesse i "tålmodig" bankrift. For kunder i en bank kan det således være omkostningsfuldt af skifte til et andet kreditinstitut, hvis det nuværende kreditinstitut pludselig må opsig de lån, som virksomheden har optaget. I nogle banker, fx Danske Bank, er nogle af de store industrivirksomheder, som er kunder i banken, samtidig repræsenteret i bestyrelsen.

Også medarbejderne er repræsenteret i bestyrelsen. Antallet af medarbejdervalgte medlemmer skal udgøre halvdelen af det antal, der vælges af ejerkredsen eller repræsentanter for ejerne.

Deltidsbestyrelser

Der er typisk 6-11 bestyrelsesmedlemmer i et større kreditinstitut, som er valgt af den bestemmende ejerkreds. Disse medlemmer har ofte fuldtidsjob ved siden af og kan derfor have begrænset tid og resurser til bestyrelsesarbejdet. Desuden er arbejdet blevet mere kompliceret de senere år bl.a. som følge af en mere omfattende og detaljeret regulering. Det er blevet mere krævende at deltage i bestyrelsesarbejdet og følge trit med den daglige ledelse.

Individuelle og kollektive krav til bestyrelsesmedlemmer

Den finansielle lovgivning stiller væsentlige krav til bestyrelsesmedlemmer i kreditinstitutter. Der er både individuelle og kollektive krav, som skal være opfyldt ved indtrædelse i bestyrelsen og løbende i bestyrelsesarbejdet. De individuelle krav til medlemmer findes i lov om finansiell virksomhed i form af krav til de enkelte medlemmers egnethed og hæderlighed, dette kaldes fit and proper. Her stilles bl.a. krav om, at hvert medlem af bestyrelsen skal have tilstrækkelig viden, faglig kompetence og erfaring; have et godt omdømme og udvise hæderlighed og integritet samt at medlemmerne ikke må være pålagt strafansvar.¹ Kravene til egnethed og hæderlighed er særegne for den finansielle sektor. Vurderingen af, hvorvidt ledelsesmedlemmer opfylder disse krav, foretages af Finanstilsynet, der til enhver tid kan gribe ind over for ledelsesmedlemmer, som ikke opfylder kravene.

1. Fit & proper-bestemmelsen er blandt andet funderet i hensynet til at bevare tilliden til den finansielle sektor, hvilket nu fremgår eksplicit af FIL § 64, stk. Finanstilsynet har gjort brug af sine beføjelser i relation til fit & proper-bestemmelsen i nogle få sager.

De kollektive krav til bestyrelsen i kreditinstitutterne er bl.a. fastlagt i bekendtgørelse om ledelse og styring af pengeinstitutter. Bestyrelsen har det overordnede ledelsesansvar i pengeinstitutterne. De skal fastlægge forretningsmodel, risikoprofil og kapitalgrundlag. Det er således bestyrelsen, der har ansvar for og fastlægger, hvor meget egenkapital der skal være i instituttet. Det sker bl.a. ved, at bestyrelsen fastlægger instituttets individuelle solvensbehov.

Bestyrelsen har det overordnede ansvar

Bestyrelsen skal træffe bestemmelser om den konkrete udførelse af sit hverv. Det sker bl.a. i form af en forretningsorden for bestyrelsens arbejde. Der er i ledelsesbekendtgørelsen en række specifikke krav til bestyrelsens forretningsorden og ledelsens øvrige arbejde og til hvordan driften i virksomheden skal organiseres.

Bestyrelserne har desuden fået større ansvar på områder, som ellers normalt varetages af den daglige ledelse, dvs. opgaver, som vedrører den daglige drift. Det kan måske i nogle tilfælde inddæmme enerådende direktører, men risikerer også at svække bestyrelsens rolle som uafhængig kontrollant af den daglige ledelse.

Bestyrelsen har fået større ansvar

10.3 Regulering af selskabsledelse – Fra soft til hard law og øget kompetence til Finanstilsynet

Siden 2000, og navnlig efter finanskrisen, er der sket et markant skifte i reguleringen af ledelsen af finansielle selskaber. Konkret har der været en stærk tendens til, at anbefalingerne fra Komitéen for god selskabsledelse er blevet bygget ind i lovgivningen på centrale områder i en relativt detaljeret form – dvs. en bevægelse fra såkaldt soft law til hard law. I "Anbefalinger for god selskabsledelse", 2010 konkluderede Komitéen for god selskabsledelse derfor, at "*Finansielle virksomheders særlige forhold er lovregulerede, hvorfor komitéen har valgt ikke at indføre specifikke anbefalinger for den finansielle sektor*".²

Nu mere lovgivning

Dette skifte skal ses i sammenhæng med, at regulering ved lov fastlægger en minimum-standard, som sætter rammerne for selskabers ledelse, mens tanken bag soft law er at opnå såkaldt best practice bl.a. via markedsbestemt pres for god ledelse. Endvidere er soft law kendetegnet ved frivillighed, hvilket kan reducere dens gennemslagskraft, men også give fleksibilitet til, at virksomhederne kan tilpasse strukturen til deres specifikke vilkår. Overgangen fra soft til hard law kan derfor ses som udtryk for væsentligt højere minimumsstandarder for ledelse af finansielle virksomheder på bekostning af fleksibilitet. En af konsekvenserne af reguleringen er derfor større administrative omkostninger forbundet med regelefterlevelse for de finansielle virksomheder og større kompetencekrav til bestyrelserne.

Minimumsstandarder frem for best practice

Den ændrede reguleringsform og lovgivningens øgede detaljeringsgrad har bl.a. sigtet mod at give Finanstilsynet flere instrumenter i deres tilsynsvirksomhed, og på nogle områder er der tale om, at myndighederne har fået vidtgående muligheder for at gribe ind i aktionærers og ledelsens ret til at drive virksomheden. Lovgivningen om ledelse af virksomhederne er således væsentligt mere omfattende på det finansielle område end for andre private virksomheder.

Mere vidtgående muligheder i den finansielle sektor

Finanstilsynet har bl.a. fået hjemmel til at fastsætte særlige regler for indholdet i bestyrelsens forretningsorden. I lov om finansiel stabilitet er denne hjemmel blevet anvendt til at formulere en detaljeret liste med mindstekrav til, hvad forretningsordenen skal omfatte, og hvad bestyrelsen skal lave. Tilsynet har også mulighed for at give påbud om

Finanstilsyn kan bestemme forretningsordenen

2. Vi har fået udarbejdet en juridisk vurdering af overgang fra soft til hard law, jf. Løfquist (2014) i baggrundsrapporten.

ændringer i forretningsordenen i hvert enkelt institut, idet kravene til forretningsordenen afhænger af Finanstilsynets vurdering af institutternes forretningsmodel og risikoprofil. Finanstilsynet har desuden hjemmel til at påvirke og eventuelt ændre bestyrelsens sammensætning, hvis tilsynet fx finder, at kompetenceniveauet i instituttet ikke er i overensstemmelse med forretningsmodellen. Nye medlemmer af direktionen og bestyrelsen skal godkendes i tilsynet. Desuden kan myndighederne fx stille krav om funktionsadskillelse, hvis det vurderes, at en genopretningsplan ikke er realistisk.

Det halter med at følge anbefalingerne

Kompetente bestyrelser og efterlevelse af anbefalingerne for god selskabsledelse kan reducere sandsynligheden for problemer i finansielle institutter. Rangvidrapporten fremhæver, at der efter udvalgets opfattelse er en ringe efterlevelse af anbefalinger for god selskabsledelse i særligt de små og mellemstore pengeinstitutter. Det fremhæves, at det er beklageligt, at institutterne ikke i højere grad følger soft law og deres egen interesseorganisations henstilling på dette område, men mere eller mindre per automatik gør brug af en standardformulering om, hvorfor anbefalingerne ikke følges. I juni 2013 har Finansrådet udstedt en ny medlemshenstilling om, at medlemsvirksomhederne skal forholde sig til samtlige anbefalinger fra Komitéen for god selskabsledelse.

Men stor forskel på efterlevelse

Der er foretaget en helt overordnet gennemgang af børsnoterede SIFI-institutters efterlevelse af komitéens anbefalinger i 2012. Danske Bank levede op til alle anbefalingerne undtagen én: to bestyrelsesmedlemmer havde ikke mulighed for at møde op på generalforsamlingen. Jyske Bank valgte ikke at følge anbefalingerne om god selskabsledelse på tre punkter: For det første afskar Jyske Bank deres aktionærer fra at kunne tage stilling til eventuelle overtagelsesforsøg med henvisning til, at det ifølge vedtægterne er et mål fortsat at være en selvstændig bank med hjemsted i Silkeborg. For det andet valgte banken ikke at redegøre for de enkelte bestyrelsesmedlemmers særlige kompetencer i ledelsesberetningen, men henviste i stedet til, at kompetencerne var velkendte hos aktionærernes repræsentantskab. For det tredje var bestyrelsesmedlemmerne ikke på valg hvert år på generalforsamlingen. Sydbank valgte ikke at efterleve anbefalingerne i 12 tilfælde. Det omfattede særligt anbefalinger om offentliggørelse af information om ledelsens kompetencer, at generalforsamlingen bør godkende årets vederlag til den øverste ledelse, samt at bestyrelsen bør være til valg på generalforsamlingen hvert år. Andre SIFI-institutter, som fx BRF, Nykredit og DLR, var på grund af deres særlige ejerstrukturer ikke på samme måde forpligtet til oplyse om, hvorvidt de levede op til hver enkelt anbefaling, men nogle af institutterne gør det alligevel i dag.

10.4 Advokaternes rolle – ”Legal audit”?

Advokaternes rolle i forbindelse med Finanskrisen har været knyttet til klassiske rådgivningsopgaver for kreditinstitutterne samt advokatundersøgelser af eventuelt ansvar for direktion, bestyrelse og revision i de pengeinstitutter, der er overdraget til Finansiell Stabilitet. Vi har fået udarbejdet en analyse af, om advokaters ekspertiseområder og erfaringer kan bidrage til forebyggelsen af fremtidige finanskriser.³

Retslig revision?

I analysen foreslås, at det undersøges, om advokaterne kan inddrages ved at udføre såkaldt retslig revision, også kaldet legal audit. En lejlighedsvis stikprøvekontrol kunne udgøre et supplement til revisorernes kontrol og Finanstilsynets inspektioner. Hovedformålet med sådan en stikprøvekontrol kunne være at undersøge om reglerne bliver efterlevet, og dermed sikre, at direktion og bestyrelse implementerer de relevante regler. Herudover kunne det være spørgsmål i relation til god selskabsledelse – også kaldet

3. Jf. Nielsen (2014) i baggrundsrapporten.

corporate governance – som kan styrkes i en del pengeinstitutter. Behovet kan også ses i lyset af, at det kan være en vanskelig opgave at leve op til alle de nye krav.

Øget fokus på regelefterlevelse og god selskabsledelse kan have positive effekter, idet formålet med disse regler og principper bl.a. er at sikre, at der er tilstrækkeligt fokus på kreditgivning, risiko og bestyrelsesinvolvering. Rangvidrapporten konkluderer, at der er en mulig sammenhæng mellem god selskabsledelse og udviklingen i institutterne. Manglende efterlevelse af reglerne og dårlig selskabsledelse kan således indikere, at der er problemer med driften af pengeinstituttet, hvilket også er påpeget af Rangvid-udvalget.

Retslig revision kan være i form af en frivillig model, som enten er bygget op omkring et følg-eller-forklar princip eller et soft law princip. For branchen kan en sådan model betyde, at muligheden for, at Finansrådets ledelseskodex kommer på dagsordenen og bliver implementeret, øges. Retslig revision kunne finansieres af branchen, og Finansrådet kunne eksempelvis via lodtrækning vælge et antal institutter hvert år, som skulle gennemgå en retslig revision. En anden model er at give tilsynet adgang til at bestille retslig revision af et institut, når tilsynet mener, der er et specifikt behov.⁴ I dette tilfælde skal der rapporteres tilbage til Finanstilsynet, og her er der tale om en egentlig kontrolfunktion. Der er stor forskel på modellerne og deres virkning, ligesom revisionens funktion og advokatens rolle vil være stærkt afhængig af, om der skal meldes tilbage til tilsynet, eller om der er tale om en rådgivende funktion.

Forskellige modeller

10.5 Stemmerets- og ejerbegrænsninger

Danmark er et af de lande, hvor stemmerets- og ejerbegrænsninger er mest udbredt i den finansielle sektor. Et studie har undersøgt 44 børsnoterede banker og finder, at 86 procent har stemmeretsbegrænsninger, mens 43 procent har ejerbegrænsninger.⁵ Tre fjerdedele af bankerne har etableret repræsentantskaber, aktier skal som hovedregel være navnenoterede, før de er stemmeberettigede, og der er i langt de fleste banker kort frist til at stille forslag til generalforsamlingen.

Stemmerets- og ejerbegrænsninger er som regel indskrevet i institutternes vedtægter og sigter grundlæggende på at forhindre overtagelse, samt at begrænse storaktionærens indflydelse på beslutningerne i instituttet. Kun seks banker har ikke stemmeretsbegrænsninger. I nogle institutter er det ikke praktisk muligt for aktionærerne at ophæve stemmerets- og ejerbegrænsningerne i det institut, de ejer.

Begrænsningerne skal forhindre overtagelse

Både lovbestemte og vedtægtsbestemte stemmerets- og ejerbegrænsninger kan beskytte en bestyrelse eller ledelse i et institut, som kapitalejerne måske reelt ønsker at påvirke eller udskifte. Desuden kan stemmerets- og ejerbegrænsninger gøre det vanskeligere eller dyrere at skaffe egenkapital til instituttet, når det er nødvendigt. I nogle af de banker, der blev nødlidende under krisen, var direktionen meget dominerende og risikovillig, uden der var tilstrækkeligt modspil fra bestyrelsen. I nogle tilfælde kunne det formentlig have været modvirket, hvis der havde været en større, professionel aktionær, som havde udført aktivt ejerskab.

Bestyrelse beskyttes og egenkapital bliver dyrere

4. Der findes i den nugældende regulering en bestemmelse, der giver mulighed for at pålægge et pengeinstitut at få foretaget en uvildig undersøgelse, men denne bestemmelse er relativt snæver. I givet fald kan det være relevant at udbygge bestemmelsen, således at den også giver mulighed for lejlighedsvis stikprøveundersøgelser på områder, hvor Finanstilsynet skønner, at det vil fremme tilsynsformålet væsentligt, at sagkyndig bistand inddrages. Typiske områder kunne være ledelsesforhold, herunder særligt regelefterlevelse og god selskabsledelse.

5. Jf. Bechmann, K. L. & Raaballe, J. (2009): Manglende bremseklodser i danske banker. Finans – Invest, Nr. 8, 2009, s. 4-13.

Produktivitet og konkurrenceevne hæmmes

Stemmerets- og ejerbegrænsninger kan hæmme produktivitet og konkurrence på markedet, fordi de reducerer mulighederne for, at institutterne overtages af større og mere effektive enheder, som bl.a. ville have bedre forudsætninger for at klare de stigende lovgivningsmæssige krav til de enkelte institutter. En ophævelse af stemmerets- og ejerbegrænsningerne ville givetvis også forøge markedsværdien af aktierne/kapitalbeviserne på kortere sigt, fordi antallet af potentielle investorer øges. Derfor må begrænsningerne som udgangspunkt antages at være forbundet med en økonomisk omkostning for ejerne. Da begrænsningerne typisk blev indført for mange år siden, var det dog typisk kendt og bygget ind i prisen, da aktierne blev opkøbt.

Men også fordele

Stemmerets- og ejerbegrænsninger kan imidlertid også være en fordel i nogle situationer. De kan fx sikre, at en storaktionær ikke bruger sin dominerende stilling på en måde, som er til ugunst for mindre aktionærer i instituttet og at instituttet ikke overtages af en kreds, der ønsker at reducere konkurrencen på markedet. Desuden kan begrænsningerne sikre mod bestemmende indflydelse fra en storaktionær, der måske ønsker en uhenigtsmæssigt høj risikoprofil i instituttet.

Større konkurs-sandsynlighed for institutter med begrænsninger

Vi har analyseret sammenhængen mellem ejerstruktur og risikotagning.⁶ Analysen peger på, at konkurs sandsynligheden er højere for de institutter, der kontrolleres af ledelser i kraft af stemmerets- og ejerbegrænsninger og/eller gennem et fonds- eller foreningsejerskab, når der samtidig kontrolleres for andre forhold.⁷ Analysen finder dermed ikke belæg for, at stemmeretsbegrænsninger mv. skulle være til gavn for den finansielle stabilitet, snarere tværtimod. Det peger isoleret set på, at stemmerets- og ejerbegrænsninger bør begrænses, bl.a. med henblik på at styrke konkurrencen.

Man skal dog være forsigtig med tolkning af resultaterne, og der er studier, der finder modsatte resultater.⁸ Fx er det svært at fastlægge kausalitet. Der kan være en tendens til, at risikovillige aktionærer med tiden også sikrer sig en ledelse med en lignende profil, særligt hvis aktionærer ikke er stemmeretsbegrænsede, ligesom en risikovillig ledelse måske tiltrækker risikovillige investorer, uanset om der er stemmeretsbegrænsninger eller ej. Det er heller ikke alle storaktionærer, der praktiserer aktivt ejerskab. Der er eksempler på, at storaktionærer fravælger aktivt ejerskab ved at afgive sin stemmeret og indflydelse til ledelsen til gengæld for andre modydelser. Forklaringen kan være stemmeretsbegrænsninger, men også at det er omkostningsfuldt at overvåge instituttet på en sådan måde, at investoren kan identificere eventuelle problemer i tide. Bankvirksomhed er en relativt kompleks forretning, og nogle oplysninger er fortrolige. Overvågningsomkostningerne kan derfor være større end i andre brancher, hvilket kan gøre det vanskeligere for ejere at udøve sin indflydelse. Desuden er der fx forskellige typer af foreninger og myndigheder, som har væsentlige ejerandele i nogle institutter. Det er ikke nødvendigvis en garanti mod risikobetonet bankdrift. De spanske cajas-institutter var fx under politisk indflydelse og har spillet en vigtig rolle i den spanske finanskrise.

Begrænsningerne bør reduceres

Rangvid-rapporten konkluderer, at det som udgangspunkt bør være ejerne af kapital/kapitalbeviserne i de enkelte institutter, som afgør, om de ønsker at være underlagt stemmerets- og ejerbegrænsninger. Det skal altså være praktisk muligt at fjerne begrænsningerne, hvis ejerne ønsker det.

6. Jf. Sørensen (2014a) i baggrundsrapporten.

7. Analysen bruger den såkaldte z-score, som er et mål for afstanden til eller sandsynligheden for konkurs og et hyppigt anvendt mål i faglitteraturen. Denne tilgang adskiller sig fra andre danske analyser, hvor man i stedet selv definerer forskellige indikatorer for, om det pågældende institut er nødlidende. z-scoren er koreleret med de anvendte indikatorer for, om institutter bliver udpeget som nødlidende i de pågældende analyser, men har den fordel, at indikatorerne bygger på regnskabsoplysninger og ikke mere subjektive skøn.

8. Se Kraka (2014a) i baggrundsrapporten for en helt kort gennemgang af dele af litteraturen, som omfatter bidrag bl.a. fra Østrup, Rose, Bechmann og Raaballe, samt visse internationale studier.

Lov om finansiel virksomhed indeholder lovbestemte stemmeretsbegrænsninger for spare- og andelskasser, der har været begrundet med sikring af institutternes decentrale struktur og demokrati uden bestemmende indflydelse fra enkelte deltagere. Disse begrænsninger forhindrer, at ejerne selv kan træffe beslutning om, hvad der skal være gældende i det enkelte institut. Det er besluttet, at de lovbestemte stemmerets- og ejerbegrænsninger bortfalder, når de frie reserver i det enkelte institut falder under en nærmere fastsat grænse.

10.6 Ekstern revision – formål og kommunikation

I lovgivningen og i offentligheden omtales den eksterne revisor som offentlighedens tillidsrepræsentant. Formålet med ekstern revision er at styrke tilliden til regnskaberne mv. Dette opnås ved, at revisoren formulerer en konklusion om, hvorvidt regnskabet i alle væsentlige henseender er udarbejdet i overensstemmelse med en relevant regnskabsmæssig begrebsramme, og om det giver et retvisende billede i overensstemmelse med begrebsrammen og øvrige lovkrav. I pengeinstitutter er det afgørende, at revisoren som led i revisionen vurderer, om pengeinstitutts aktiver og passiver er forsvarligt værdisat i overensstemmelse med lovgivningen og gældende regnskabsstandarder samt yderligere krav fra bl.a. Finanstilsynet, jf. boks 10.4.

Der er tale om en omfattende opgave for ekstern revision i betragtning af, at de samlede aktiver og passiver i de danske pengeinstitutter udgør mere end 800 pct. af BNP.

Offentlighedens
tillidsrepræsentant?

Boks 10.4 Formål med revision

De overordnede mål med revisionen af de af bestyrelsen og direktionen aflagte årsregnskaber er fastlagt i en række internationale revisionsstandarder. Kort fortalt skal revisoren ved revisionen:

- Opnå en høj grad af sikkerhed for, at regnskabet er uden væsentlige fejl.
- Konkludere, om regnskabet giver et retvisende billede af virksomhedens aktiver og passiver, finansielle stilling og resultat samt pengestrømme for året.

I grove træk indeholder en revision en kontrol af:

- At aktiver og passiver eksisterer og tilhører virksomheden, samt at de er forsvarligt værdisat (indregning og måling).
- At virksomheden har registreret alle økonomiske transaktioner i bogholderiet og dokumentationen til regnskabet, og at transaktionerne faktisk har fundet sted.
- At transaktioner er foretaget i/vedrører den periode, som regnskabet omfatter.
- At oplysningerne i regnskabet er præsenteret i overensstemmelse med lovens, eventuelle standarders og Finanstilsynets krav mv.

Ekstern revision af pengeinstitutter er baseret på stikprøvebaserede undersøgelser og hviler derudover i vidt omfang på information fra intern revision og ledelsen. Derfor modtager ekstern revisor ikke nødvendigvis al relevant information, og der kan i nogle tilfælde være tale om, at vigtig information måske er blevet holdt tilbage i virksomheden.

Det er ledelsen i pengeinstitutterne, som har ansvaret for og udarbejder regnskaberne, men regnskaberne kan fungere som et indirekte kommunikationsredskab for den eksterne revision. Derfor er aktionærene og offentligheden primært henvist til informati-

Revisorpåtegning

onsindholdet i revisorpåtegningen og eventuelt kommentarer fra diverse aktieanalytikere, aviser mv. for at få en uvildig vurdering af, om regnskabet giver et retvisende billede. En revisorpåtegning har tre informationsniveauer: En blank påtegning, påtegning med supplerende oplysninger og påtegning med forbehold.

En blank påtegning skal give en høj grad af sikkerhed for, at regnskabet giver et retvisende billede og overholder loven. En blank påtegning betyder ikke nødvendigvis, at virksomheden er sund. Påtegningen signalerer udelukkende, at informationerne i regnskabet i al væsentlighed er fyldestgørende og korrekte. Det er op til læseren af regnskabet selv at vurdere, om forretningen er sund. En blank påtegning skal alene give en sikkerhed for, at regnskabet mv. beror på et korrekt grundlag på det tidspunkt, hvor det er aflagt.

Påtegning med supplerende oplysninger gives for at gøre læseren opmærksom på nogle særlige forhold, der kan være nyttige at kende til, når regnskabet læses. Revisoren er fortsat enig i det billede regnskabet i øvrigt giver af virksomheden.⁹ En supplerende oplysning kan fx signalere forskellige problemstillinger, som har betydning for om virksomheden kan fortsætte sin drift, såkaldt going concern.

Ved en påtegning med forbehold er revisor direkte uenig med ledelsen, eller også har der ikke været tilstrækkeligt revisionsbevis. Eksempelvis skal revisor angive, at vedkommende er uenig med ledelsen, hvis ledelsen har medtaget bestemte aktiver i årsregnskabet til en værdi, som efter revisors vurdering er alt for optimistisk. Forbehold forekommer imidlertid ikke særligt ofte, og der er derfor tilsyneladende sjældent uenigheder, som efter den eksterne revisions vurdering skal meddeles offentligheden.

Der er stor forskel på forbehold – hvor der typisk er tale om en reel uenighed mellem revision og ledelse – og supplerende oplysninger, og der tales derfor ofte om en binær revisionsmodel, hvor revisor enten erklærer sig enig eller uenig i, at regnskabet giver et retvisende billede.

Den eksterne revisions kommunikation til bestyrelse og Finanstilsynet er mere detaljeret end den kommunikation, der sker direkte til offentligheden. Ud over den eksterne kommunikation via revisorpåtegningen – og eventuelt årsregnskabet – anvender revisoren en række *interne* kommunikationsværktøjer, som spænder fra den daglige dialog med ledelsen, deltagelse i generalforsamlinger og bestyrelsesmøder til revisionsprotokollatet, som skal indeholde en beskrivelse af revisionsarbejdet og som også sendes til Finanstilsynet.

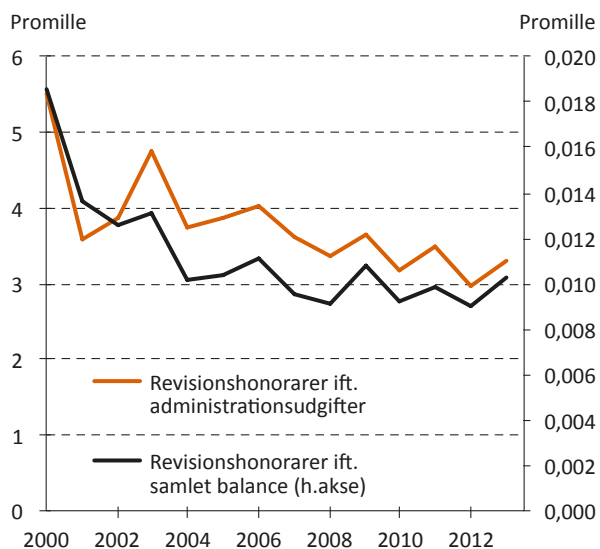
10.6.1 Bruges for få resurser på ekstern revision af SIFI'er?

SIFI'ernes betaling af revisorhonorar udgjorde ca. 0,3 pct. af deres samlede administrationsomkostninger i 2012. Andelen har været faldende siden år 2000, jf. figur 10.1a. I samme periode har SIFI'erne udvidet deres balancer markant, fra ca. 150 pct. af BNP i 2000 til 360 pct. af BNP i 2012. Måles revisionshonorarerne således ift. balancen, som skal revideres, er der tale om, at honorarerne er blevet reduceret med ca. 45 pct. fra 2000 til 2013. Der kan være flere årsager til faldet. På den ene side kan det blot være udtryk for, at revisionen er blevet mere effektiv – produktiviteten er steget. Men det kan også være udtryk for, at kvaliteten er faldet.

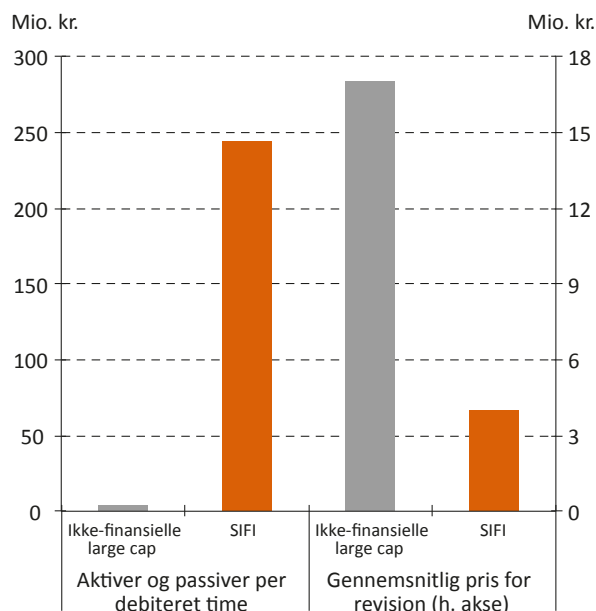
9. Der findes to typer supplerende oplysninger. Det er henholdsvis supplerende oplysninger om regnskabet og supplerende oplysninger om andre forhold. Supplerende oplysninger om forhold i årsregnskabet må ikke sætte læser over for et hidtil ukendt problem. Dermed kan supplerende oplysninger betragtes som en slags serviceoplysning til læseren.

Figur 10.1
SIFI'ernes honorarer til ekstern revision

a) Revisionshonorarer ift. balance og administrations omkostninger for SIFI'erne



b) SIFI'er sammenlignet med øvrige large cap selskaber, 2012/2013.



Anm.: SIFI'erne omfatter DLR Kredit, BRFKredit, Jyske Bank, Sydbank, Danske Bank-koncern, Nykredit-koncern og Nordea Danmark-koncern. I 2012 og 2013 opgør Nordea Bank Danmark ikke administrationsudgifter eller revisionshonorar og er derfor helt ekskluderet i beregningerne i disse år.
Kilde: Larsen (2014d) i baggrundsrapporten.

Der er stor forskel på de honorarer, SIFI'erne betaler. Fx var det nominelle revisorhonorar i DLR Kredit, som er specialiseret i realkredit til landbruget, på 1,6 mio. kr. i 2012, mens honoraret i Danske Banks koncern var 21 mio. kr. Måles revisorhonoraret ift. balancen for de enkelte institutter, udgør honoraret den mindste andel i de største institutter – Danske Bank-koncern, Nordea Danmark-koncern og Nykredit-koncern.

Et groft mål for, hvor mange ressourcer der bruges på revisionsopgaven, er værdien af de aktiver og passiver, som skal revideres pr. debiteret revisionstime. Jo flere og større aktiver og passiver, der skal revideres pr. time, jo vanskeligere må det alt andet lige være at opnå en høj grad af sikkerhed for, at regnskabet giver et retvisende billede. For at få et skøn for resurseforbruget er revisionshonoraret for lovpligtig revision for 19 large cap, ikke-finansielle virksomheder derfor sammenlignet med honoraret for revision af 7 SIFI'er.

Revisionshonoraret udgjorde i 2012 knap 17 mio. kr. i gennemsnit for de store ikke-finansielle virksomheder, jf. figur 10.1b. For SIFI'er udgjorde revisionshonoraret til den generalforsamlingsvalgte, eksterne revision til sammenligning ca. 4,5 mio. kr. i gennemsnit.

Analysen viser desuden, at revisionen af SIFI'er ud fra en simpel gennemsnitsbetragtning skal revidere ca. 245 mio. kr. aktiver og passiver pr. debiteret revisionstime i 2012/2013. For store danske, ikke-finansielle virksomheder revideres 4 mio. kr. pr. debiteret revisionstime. Dvs. at den eksterne revision af SIFI'er skal revidere ca. 60 gange så store aktiver og passiver per debiteret time, end tilfældet er for ikke-finansielle virksomheder, jf. figur 10.1b.

Aktiver og passiver revideret pr. time

245 mio. kr. pr time

Disse forskelle afspejler, at der stilles større krav til produktiviteten i den eksterne revision af SIFI'er end i revisionen af de ikke-finansielle danske virksomheder, målt på denne måde. Eller formuleret lidt anderledes – der bruges langt færre revisionsressourcer på ekstern revision af SIFI'erne. Forskellen i den målte ressourceindsats afspejler, at SIFI'er betaler et mindre revisionshonorar i gennemsnit for ekstern revision og har større balancer end de ikke-finansielle virksomheder.¹⁰

Mulige stordriftsfordele

Der er givetvis stordriftsfordele i revisionsarbejdet, således at omkostningerne ved revision ikke stiger proportionalt med balancens størrelse. Balancens størrelse er således et upræcist mål for revisionsopgavens kompleksitet. Større pengeinstitutter har desuden, i modsætning til andre virksomheder, en lovbestemt intern revision, som også er omfattet af reguleringskrav, og som den eksterne revision skal arbejde sammen med og overvåge. Det kan isoleret set reducere ressourcebehovet for den eksterne revision, men skal dog ses i sammenhæng med, at store ikke-finansielle institutter også i et vist omfang har interne revisionslignende "controlling" funktioner.

Pengeinstitutter er også mere komplekse

På den anden side er pengeinstitutter og særligt SIFI'er typisk også mere komplekse på både aktiv- og passivside end andre virksomheder, hvilket stiller større krav til revisorens kendskab til aktivklasser og gældsinstrumenter. Pengeinstitutterne har også en mere risikobetonet forretningsmodel end de ikke-finansielle virksomheder, bl.a. med relativt lav egenkapitalandel og større forskelle på løbetiden på aktiver og passiver. Desuden er SIFI'er mere avancerede mht. risikostyring, og de har fået tilladelse til at anvende såkaldte IRB-modeller mv. i opgørelsen af risikovægte og solvenskrav. Anvendelsen af disse komplekse modeller øger behovet for revision af høj kvalitet og stiller store krav til den tekniske indsigt. Dertil kommer, at SIFI'er har lav egenkapitalandel, hvilket betyder, at målefejl kan have større betydning for vurderingen af sundhedstilstanden, samt at ikke-balanceførte aktiver heller ikke indgår i analysen ovenfor. Disse aktiver spiller en vigtigere rolle i finansielle virksomheder end i ikke-finansielle virksomheder.

Kravene til revisionen er skærpet

Der er også en række krav til intern kontrol, bevilling, overvågning, opfølgning, rapportering mv. ved revision af pengeinstitutter, som ikke gælder for andre virksomheder. Myndighedernes krav til revision af SIFI'er er således blevet skærpet og er større end for andre virksomheder. Revisorarbejdet omfatter også revision af resultatopgørelse, totalindkomstopgørelse, noter mv. samt kontrol af bl.a. ledelsesberetning. Hertil kommer diverse erklæringer og forskellige former for dokumentation, som kræves afgivet til Finanstilsynet mv. Disse proceskrav er ressourcekrævende og betyder i sidste instans, at der inden for et givet honorar kan blive brugt mindre tid på at revidere fx værdien af bankens aktiver og passiver.

Forskelle virker stor

Forskellene på de resurser, der bruges på den eksterne revision af SIFI'er og store ikke-finansielle virksomheder, forekommer store og kan vække bekymring i betragtning af, at revision af SIFI'er har særlig samfundsøkonomisk betydning. SIFI'er er omfattet af implicite statsgarantier, og det kan være forbundet med store samfundsøkonomiske og statsfinansielle omkostninger, hvis store finansielle virksomheder bliver nødlidende. Derfor er det særligt vigtigt, at SIFI'ernes regnskaber er retvisende. Det er regnskabsoplysningerne for SIFI'erne, der indgår som det bærende grundlag, når myndighederne tager stilling til, om de er tilstrækkeligt kapitaliseret, og om de tager for meget risiko.

10.6.2 Revisionserfaringer fra krisen

De finansielle markeder frøs til i efteråret 2008. Det var svært for selv sunde institutter at få lån på pengemarkedet. En af årsagerne var, at der var megen usikkerhed. Det var

Revision skal sikre troværdig information

10. I beregningen er det antaget, at timelønnen per revisionstime er 670 kr., hvilket svarer til et simpelt gennemsnit.

svært at vurdere, hvem der var solvent og likvid og derfor kunne tilbagebetale lån. Der var mangel på troværdig og sikker information.

Formålet med ekstern revision er bl.a. at sikre mere troværdig information. Uafhængig revision af høj kvalitet betyder, at de regnskaber, som institutternes bestyrelse er ansvarlig for at aflægge, får større, ekstern troværdighed. God revision gør det derfor lettere og billigere at vurdere, om man skal give et lån til eller investere i det pågældende institut – søgeomkostningerne reduceres. De finansielle markeder bliver derved mere velfungerende og effektive. Navnlig i krisesituationer kan troværdig ekstern revision være med til at reducere risikoen for, at kriser breder sig og rammer de sunde finansielle institutter.

Omvendt kan en svækkelse af tilliden til den eksterne revision forstærke finansielle kriser. Mistillid til revisionen reducerer tilliden til informationsindholdet i regnskaberne og kan medføre øget usikkerhed om, hvem der kan tilbagebetale nye lån, og om der er sikkerhed for de lån, som allerede er bevilget.

Tilliden til ekstern revision kan være blevet svækket som følge af, at flertallet af de finansielle institutioner, som blev nødlidende op til og under finanskrisen, kunne offentliggøre regnskaber med revisionspåtegninger uden forbehold eller supplerende oplysninger kort tid før de gik ned¹¹. Det kan, uanset om revisionen fagligt har opfyldt rimelige kvalitetskrav, have givet et bidrag til den usikkerhed, som fra efteråret 2008 medførte omfattende statslige garantier og hjælpepakker til den finansielle sektor i hele den vestlige verden.

Også i Danmark har der været en tendens til, at banker, som blev nødlidende, kunne fremlægge regnskaber med revisionspåtegninger uden forbehold eller supplerende oplysninger, kort tid før de gik ned. Siden krisen startede, er 13 pengeinstitutter overdraget til Finansiell Stabilitet. Desuden er en række institutter overtaget af andre institutter, i en del tilfælde fordi instituttet var nødlidende. De institutter, der blev nødlidende, var kendetegnet ved høj forudgående udlånsvækst og typisk stor eksponering over for ejendoms- og/eller pantebrevsmarkedet. For alle de pengeinstitutter, der blev overdraget til Finansiell Stabilitet, var der hverken forbehold eller supplerende oplysninger til årsregnskaberne i årene fra 2000 til 2007. De fleste af de nødlidende banker fik blanke påtegninger, kort tid inden de blev overdraget til Finansiell Stabilitet, og uden der var taget forbehold for "going concern".

Der kan være forskellige årsager til, at revisionen ikke i højere grad har synliggjort de problemer, som institutterne senere løb ind i. En central forklaring er, at revisorernes kommunikation med offentligheden – dvs. afgivelse af forbehold og supplerende oplysninger – ikke i sig selv sigter efter at afsløre, om virksomheder står med store problemer. Virksomheden kan have økonomiske vanskeligheder og få en blank påtegning, samtidig med at revisionen har høj kvalitet. En anden del af forklaringen er, at man ikke kan forvente, at ekstern revision skulle kunne forudse krisens omfang, form og tempo – det er ikke en del af revisionsopgaven.

Revisionspåtegninger med forbehold kan potentielt få utilsigtet stor betydning, hvis der i forvejen er stor usikkerhed på de finansielle markeder. I værste fald kan påtegningen medføre, at en bank ikke kan få refinansieret sine korte lån – dvs. et såkaldt bank run –

Svækket tillid

Blanke påtegninger i nødlidende institutter

Revision afslører ikke problemer under opsejling

Påtegning med forbehold kan få stor betydning

11. Det samme billede tegner sig for de fleste andre store finansielle institutter, som blev nødlidende. Lehman Brothers, Bear Sterns, Northern Rock, Fannie Mae og Freddie Mac, Dexia og Citigroup kunne eksempelvis fremlægge regnskaber med revisionspåtegninger uden forbehold eller supplerende oplysninger, kort tid før de blev nødlidende. Revisionsvirksomhederne modtog samtidig væsentlige beløb fra de nødlidende institutter, både for revisionen, men også for andre ydelser (non-audit services (NAS)), jf. Sikka, P. (2009): Financial Crisis and the silence of auditors. Accounting, Organizations and Society, vol. 34, s. 868-873.

og at instituttet derfor bliver nødlidende. Sådanne risici har måske i nogle tilfælde medført, at revisionen har været tilbageholdende med at give en påtegning op til og under Finanskrisen, hvor dårligt nyt om en finansiel virksomhed netop kunne få dramatiske konsekvenser. En påtegning kan i den situation have store omkostninger for pengeinstituttets ledelse og ejerne, ligesom det kan få betydning for, om andre virksomheder efterfølgende vil hyre revisionsvirksomheden. En sådan adfærd fra revisionens side kan imidlertid svække tilliden til revision og regnskaber og kan svække revisionens forebyggende funktion.

Endelig kan man stille spørgsmål ved, om markedet for ekstern revision er indrettet på en måde, som kan understøtte revision af den kvalitet, myndighederne ønsker og forventer.

10.6.3 Markedet for ekstern revision

Få markedsaktører

Markedet for ekstern revision af store pengeinstitutter har hidtil været domineret af fire internationale revisionsfirmaer. Der tales om "the big four", der består af KPMG, Deloitte, PWC (PriceWaterhouseCoopers) og EY (tidligere Ernst & Young), som står for 90 pct. af honorarerne fra børsnoterede selskaber i de fleste EU-medlemsstater.¹²

I Danmark modtog de fire revisionsfirmaer 98 pct. af de samlede honorarer fra de børsnoterede selskaber i 2012. Med fusionen mellem KPMG og EY er der reelt kun tale om tre virksomheder på dansk grund, som ser ud til at have ekspertisen til at revidere de store institutter. Hertil kommer, at ny regulering kan begrænse det antal personer, som kan stå for revisionsopgaven. Med den nye certificering af revisorer er der relativt få, måske ikke mere end 30-40 personer, i landet, der kan foretage revision af danske pengeinstitutter, når certificeringsordningen i sin nuværende form er fuldt indfaset.¹³

Revisor er offentlighedens vagthund...

Markedet for ekstern revision har en helt særegen struktur. På den ene side ses den eksterne revisor som offentlighedens repræsentant ift. at sikre retvisende regnskaber mv. Der stilles fra myndighedernes side omfattende krav til revisorernes uddannelse og uafhængighed, og der er en lang række konkrete proceskrav til det arbejde, som eksterne revisorer skal lave. Kravene er særligt omfattende for revisorer i finansielle virksomheder. Samtidigt kan revisorerne blive ramt af sanktioner, hvis revisionen ikke er i overensstemmelse med relevante standarder.

... , men aflønnes af institutterne

På den anden side er prisen på ekstern revision fastlagt på det private marked for revision. Det er kreditinstitutterne selv, der betaler for den eksterne revision, og prisen er dermed grundlæggende afhængig af kreditinstitutternes efterspørgsel efter ydelsen, dvs. deres betalingsvillighed for ekstern revision. Samtidig er det meget svært at måle kvaliteten af ekstern revision løbende – det er et meget sammensat produkt. Det betyder, at der ikke er nogen sikkerhed for, at den pris, der dannes på markedet, kan dække omkostningerne ved den revisionskvalitet, som myndighederne ønsker. Tværtimod må man forvente, at kvaliteten bliver lavere end det, myndighederne efterstræber. Hvis der på den måde er et indbygget modsætningsforhold mellem markedets funktion og de forventninger, der er til den eksterne revision, kan revisorerne komme under stigende pres. Desuden er det sandsynligt, at de skærpede krav til revisorernes uddannelse, uafhængighed og arbejdsopgaver mv. kun har begrænset effekt på selve revisionskvaliteten, da disse tiltag ikke automatisk medfører en højere betalingsvillighed i pengeinstitutterne.

12. Jf. Europa-Kommissionen (2010): Revisionspolitik: Læren af krisen. Grønbog, KOM(2010) 561 endelig.

13. Jf. Larsen (2014c) i baggrundsrapporten.

Markedsstrukturen bidrager også til at svække tilliden til revisorerne uafhængighed og til deres rolle som offentlighedens repræsentant. Når klienten betaler for revisionen, kan det skabe loyalitetskonflikter. Det gælder primært, hvis en klient direkte eller indirekte har stor betydning for revisionsvirksomhedens omsætning.

I Danmark er der ikke tradition for, at store SIFI'er skifter ekstern revisor. Revisor-klient forholdene er meget stabile. I perioden 2000 til 2012 har de fleste SIFI'er været revideret af de samme fire revisionsfirmaer, og alle SIFI'er har anvendt det samme revisionsfirma gennem hele perioden. Nogle SIFI'er har i perioder anvendt to eksterne revisionsfirmaer. Ingen af SIFI'erne har offentliggjort regnskaber med supplerende bemærkninger eller forbehold.

Langvarigt samarbejde mellem revisor og institut kan medføre for tætte relationer mellem revision og ledelse med risiko for, at den uafhængige og kritiske kontrolfunktion svækkes. Revision af store SIFI'er kan også styrke revisionsfirmaets renommé og dermed stille virksomheden bedre i konkurrencen om andre kunder, som ikke er i direkte konkurrence med pengeinstituttet. Det kan desuden være omkostningsfuldt at miste en stor finansiel virksomhed som kunde, fordi der er investeret væsentlig kapital i at lære kundens forhold at kende. Disse forhold kan også svække tilskyndelsen til at tage store konflikter med ledelsen i institutterne. Revisionsvirksomhederne konkurrerer om klienterne i udbudsrunder, hvor der er risiko for at tabe udbuddet, selv om det har kostet mange penge at lave. Disse omkostninger skal også dækkes, hvilket kan øge tilskyndelsen til at fastholde især de store kunder.¹⁴ Omvendt kan lange kundeforhold være en forudsætning for at kunne revidere SIFI'er, fordi det stiller krav om virksomhedsspecifik indsigt og tekniske kompetencer. Hyppig udskiftning af revisor kan derfor også medføre forringet kvalitet.

Revisionsfirmaerne sælger også andre ydelser end den lovpligtige revision – såkaldt NAS. Revisionsfirmaerne kan i kraft af den lovpligtige revision få personlig adgang til ledelsen i pengeinstitutterne, hvilket forbedrer mulighederne for at opnå markedsandele på andre områder end selve revisionen. NAS-ydelserne påvirker tilliden til revisors uafhængighed og risikerer at svække revisors fokus på selve revisionsopgaven. Samtidigt er der risiko for, at revisor på et tidspunkt kan komme til at revidere forhold, som direkte eller indirekte er påvirket af rådgivningen.

Et argument for at tillade NAS-ydelser er omvendt, at revisionsfirmaerne er mere diversificerede og mindre økonomisk afhængige af den lovpligtige revision, hvis revisorerne også tjener penge på andre revisionsydelser. Desuden giver NAS-ydelser mulighed for at opbygge et større kendskab til virksomheden. Omfanget af NAS-ydelser er ikke ubetydeligt, og der findes særlige regler om hvilke produkter, revisionsvirksomheder må sælge til de virksomheder, de reviderer. Reglerne blev senest revideret af Europa-Kommissionen i slutningen af 2013 og indeholder bl.a. et loft over NAS-ydelserne, så de maksimalt må udgøre 70 pct. af værdien af den lovpligtige revision. Såfremt loftet var blevet introduceret i 2007, havde det været bindende i årene 2007 og 2008, men ikke i perioden 2009-2012.

Større kreditinstitutter er forpligtet ved lov til at have både intern og ekstern revision. Den eksterne revision baseres således på information fra og samarbejde med institutternes interne revision. Desuden skal den eksterne revision overvåge den interne revision og fastlægge en konkret arbejdsdeling. Den interne revisionschef ansættes af bestyrel-

Få udskiftninger af revisorer

Kritisk kontrolfunktion kan svækkes

Revisorer sælger også andre ydelser

Intern og ekstern revision

14. Udgangspunktet er i dag, at en finansiel virksomhed maksimalt må have den samme underskrivende eksterne revisor i syv år, dette kaldes lovpligtig revisor-rotation. Efter det syvende år skal den underskrivende eksterne revisor udskiftes i mindst to år, men revisionsfirmaet kan fortsætte med at beholde sin klient, hvis klienten har tillid til den nye underskrivende revisor fra samme revisionsfirma.

sen, og store institutter skal desuden etablere et revisionsudvalg i virksomheden. Den lovpligtige interne revision betyder isoleret set, at der er flere ressourcer til at foretage revision. Det kan styrke revisionskvaliteten, og den interne revision giver samtidig bestyrelsen en stærkere rolle over for den daglige ledelse i kreditinstituttet. Men samtidig medfører kravet om intern revision, at institutternes betalingsvillighed for ekstern revision må antages at falde – dvs. at ekstern revisions rolle som offentlighedens repræsentant kan svækkes. For den eksterne revision kan der desuden være en økonomisk fordel ved at læne sig ukritisk op af information fra den interne revision, fordi det kan reducere driftsomkostningerne. Hvis honorarerne for ekstern revision er under pres, kan ekstern revision måske endda blive tvunget til gradvist at justere sin indsats, fx ved at sætte stramme tidskrav, anvende mindre rutineret arbejdskraft, gøre mindre brug af eksterne eksperter osv. Samtidig er store institutter imidlertid forpligtet til at nedsætte et revisionsudvalg i instituttet med en uafhængig repræsentant, hvor bestyrelsen, ekstern og intern revision er repræsenteret. Det kan understøtte dialog og kvalitet.

10.6.4 Kan den eksterne revision forbedres?

Markedsstrukturen for ekstern revision af SIFI-institutter kan ændres, således at markedet og prisdannelsen i højere grad kan understøtte den revisionskvalitet, som myndighederne efterstræber. Der vil også med disse modeller være en udfordring med markedsstrukturen i den forstand, at der er ret få udbydere af ekstern revision af store virksomheder, og at kompetencekrav og certifikationsordningen gør det vanskeligt at skabe konkurrence.

Tilsynet som opdragsgiver

Det er vurderingen, at revisionskvaliteten kan styrkes ved at etablere en model, hvor Finanstilsynet bliver opdragsgiver for revision af SIFI'er. Det kan ske direkte ved at Finanstilsynet formelt ansætter revisorer til opgaven eller mere indirekte ved, at Finanstilsynet står for et samlet rammeudbud, som fastlægger kvalitetskrav mv., jf. boks 10.5. I denne model er det således tilsynet, som opkræver revisionshonorar fra SIFI'erne og som betaler for revisionen og sikrer, at forholdet mellem pris og krav til kvalitet er rimeligt afstemt.

Boks 10.5 Skitse til rammeudbudsmodel for ekstern revision af SIFI'er

- Finanstilsynet sender revision af SIFI'er i udbud med relevante krav til den ydelse, som skal leveres. Udbudsmaterialet for hvert enkelt institut udformes i tæt dialog med de SIFI'er, der skal revideres og i dialog med revisionsbranchen.
- Revisionsvirksomheder/revisorer, der er certificeret til at revidere SIFI'er, kan byde på kontrakten/rammeudbuddet, der fx løber 5 år.
- Finanstilsynet gennemgår tilbuddene bl.a. mht. kvalitet og honorarkravet. Konkurrencemyndighederne skal efterse, at revisionsvirksomhederne ikke udnytter en dominerende markedsposition.
- Finanstilsynet vælger mindst to revisionsvirksomheder/teams, som SIFI-institutterne hver især kan vælge imellem. Spørgsmålet om rotation overlades dermed til Tilsynet.
- SIFI-institutterne indbetaler revisionshonoraret til Tilsynet eller en anden offentlig myndighed, som herefter står for aflønning af de pågældende revisionsvirksomheder/teams.
- SIFI'erne kan opsiges samarbejdet med en revisionsvirksomhed, men skal i givet fald acceptere en af staten udvalgt revisor blandt dem, der har deltaget i rammeudbuddet, i den resterende del af kontraktperioden – indtil næste udbudsrunde. En revisor, der opsiges pga. en konflikt i et SIFI-institut, kan eventuelt få en passende kompensation.
- Der bør i et sådant system ske en løbende benchmarking, hvor priserne på ekstern revision af SIFI'er i Danmark sammenlignes med de priser, som betales i andre lande.

Det må antages, at høj troværdighed om den eksterne revision er til fordel for sunde kreditinstitutter, bl.a. fordi det reducerer usikkerheden om institutterne i perioder, hvor der er stor usikkerhed på markedet. For disse institutter kan styrket troværdighed om den eksterne revision således medføre en konkurrencemæssig fordel, som delvist kan opveje et højere omkostningsniveau ved den eksterne revision.

**Troværdighed
fordel for sunde
institutter**

Den nye certificeringsordning og andre krav medfører risiko for, at der fremover vil være meget få revisorer, der kvalificeres til at revidere finansielle virksomheder. Udfordringen forøges ved, at nogle af de kvalificerede ofte kan få ansættelse i kreditinstitutter, fx i intern revision, bestyrelsesarbejde mv., og at det er svært for nye revisorer at blive kvalificeret til at revidere finansielle virksomheder.

**Få revisorer kan
certificeres**

Mulighederne for at kvalificere sig til at revidere finansielle virksomheder via uddannelsen eller passende efteruddannelse samt erfaring bør derfor forbedres.

En model som den ovennævnte vil afvige fra den markedsbaserede tilgang, som gælder i dag, og som man finder i andre lande. Det kan også rumme nogle udfordringer. Eksempelvis er det ikke helt enkelt at udforme udbudsmaterialet på en måde, som sikrer høj kvalitet til en rimelig pris. Desuden sigter modellen på, at ekstern revision de facto bliver offentlighedens kontrollant, hvilket kan medføre, at samarbejdet mellem institutledelse og ekstern revision kan blive mere anstrengt og at informationsudveskning mindskes.

**Også udfordringer
ved modellen**

Derfor kan man også overveje andre muligheder, som holder sig inden for rammerne af den nugældende markedsstruktur. Ulempen er selvsagt, at disse forslag ikke adresserer den basale markedsfejl, nemlig at prisen på revision ikke nødvendigvis svarer til de kvalitetskrav, myndighederne stiller:

Mulige alternativer

- *Audit only i SIFI'er.* De revisorer/revisionsvirksomheder, som reviderer SIFI'er, må ikke modtage honorar for andre opgaver i disse virksomheder – dvs. audit-only i SIFI'er.
- *En ekstra revisor til SIFI'er.* Finanstilsynet bruger sin hjemmel til at udpege en ekstra ekstern revisor til SIFI'erne, som skal betales af instituttet, og som skal leve op til samme krav som og arbejde sammen med den generalforsamlingsudnævnte eksterne revisor. Den nye revisor kan fx få den særlige opgave at fokusere på instituttets risikoprofil, opgørelsen af risikovægtede aktiver og solvens, likviditet samt eftersyn af stress-test og instituttets genopretnings- og afviklingsplan samt andre forhold, der har betydning for instituttets status som "going concern" i perioder med finansiell ustabilitet. Den ekstra revisor må ikke modtage honorar fra det pågældende SIFI-institut for andre opgaver.
- *Stikprøvekontrol af revision.* Der indføres mere systematiske/grundige stikprøvekontroller af den eksterne revision af SIFI'er. Fx kan der hvert andet år gennemføres en grundig gennemgang af den eksterne revision af mindst et større SIFI-institut.
- *Tjek af markedets funktion.* Der foretages en grundig vurdering af markedet for ekstern revision med sigte på at afklare, om det markedsbestemte honorar for ekstern revision står mål med de krav, som myndighederne stiller til den eksterne revision.

Baggrundsrapporter og -notater anvendt i dette kapitel

Kraka (2014a): Bestyrelsens rolle i kreditinstitutter.

Larsen, N. W. (2014b): Revision af pengeinstitutter: Hvor meget kan en revisor overskue?

Larsen, N. W. (2014c): Revisor certificeringsordningen: Hvor mange revisorer skal vi sætte vores lid til fremover?

Larsen, N. W. (2014d): Revisorernes rolle.

Løfquist, M. W. (2014): Corporate governance i danske pengeinstitutter: Fra soft law til hard law.

Nielsen, L. (2014): Advokaternes rolle: Fra oprydder til forebygger?

Sørensen, P. (2014a): Har ejerstrukturen betydning for sandsynligheden for at blive nødlidende?

kraka



11. Konkurrencen på det danske bankmarked

Boks 11.1 Hovedkonklusioner

- Konkurrencen på bankmarkedet er svag i Danmark sammenlignet med andre lande. Der er ikke tegn på, at konkurrencen er øget i årene efter finanskrisen – snarere tværtimod.
- Privatkunder i danske banker er mindre tilbøjelige til at skifte bank end privatkunder i andre lande. Samtidigt er der store prisforskelle mellem bankerne. Det tyder på, at barrierer, der hæmmer kundernes mulighed for at skifte, kan medvirke til at forklare den svage konkurrence. Der er også tegn på, at konkurrencepresset fra udlandet er begrænset.
- I perioden efter krisen er der gennemført en række tiltag med sigte på at øge stabiliteten i den finansielle sektor. Disse tiltag har medført, at store institutter har fået en konkurrencefordel i forhold til de mindre. Det skyldes bl.a., at store institutter modtager implicit støtte, som ikke modsvarer af højere kapitalkrav og at den øgede detailregulering rammer små institutter relativt hårdt. Dermed skævvrides konkurrencen.
- EU's nye regulering skaber et mere ensartet regelgrundlag for bl.a. kapitalkrav og håndtering af nødlidende institutter og trækker dermed i retning af mere lige konkurrence på tværs af lande. Uden for Bankunionen vil der imidlertid fortsat være mulighed for forskellig praksis bl.a. ift. krisehåndtering og tilsyn i de forskellige lande.
- Med Bankunionen er der udsigt til en mere ensartet håndhævelse af reglerne og dermed mere lige konkurrencevilkår for de lande, der deltager. Både makroprudentiel politik, håndtering af nødlidende institutter og tilsyn må i en bankunion ventes at blive mere ensartet i medlemslandene. Det vil styrke det indre marked for finansielle tjenesteydelser og skabe mere lige konkurrencevilkår mellem bankerne i medlemslandene. Dette er et selvstændigt argument for at træde ind.

Boks 11.2 anbefalinger

- Et regime, der er baseret på høje kapitalkrav, særligt til SIFI'er og mindre detailregulering, kan understøtte den finansielle stabilitet uden at forringe konkurrencen.
- Afviklingssystemet for større institutter skal sikres troværdighed, så SIFI'erne ikke i samme grad som i dag har en fordel ved at være omfattet af en implicit statsgaranti. Det kan give mindre institutter mere lige konkurrencevilkår.
- Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen bør vurdere virkningen på konkurrencen ved alle nye reguleringstiltag, der påvirker konkurrencen på bankmarkedet.
- Det skal være muligt for bankkunder at give en hvilken som helst bank tilladelse til at indhente oplysninger fra skat om realkreditlån, indkomstskat mv. Det vil lette besværet og omkostningerne ved informationsudveksling i forbindelse med bankskifte. Denne ændring kan ske relativt hurtigt og uden nævneværdige omkostninger.
- Hvis en kunde ønsker det, skal kundens nuværende bank videregende oplysninger om kundens kredithistorie, nuværende lån og andre relevante informationer til en anden bank. Det vil øge informationsudvekslingen uden at øge besværet for kunderne. Dette indebærer koordinering af flere it-systemer og er derfor en langsigtet løsning.
- Banker har i dag pligt til at annoncere deres priser til privatkunder (eksempelvis højeste og laveste rente på et givent type udlån). Denne pligt skal udvides til også at gælde erhvervs kunder.
- Det er en barriere for bankskifte, at man i en ny bank skal have nyt kontonummer og kreditkort. Der bør arbejdes i retning af et system baseret på kontoportabilitet, dvs. at en kunde, der skifter bank, kan bibeholde sit kontonummer. Et tilsvarende system kendes i dag for telefonnumre. Systemet findes ikke i udlandet og praktiske problemer vil skulle afklares på forhånd. Det vil styrke konkurrencen yderligere.

11.1 Behov for øget konkurrence på markedet for finansielle ydelser

Lidt konkurrence på bankmarkedet

Konkurrence er vigtigt for et velfungerende marked – det gælder også i finanssektoren. Intens konkurrence holder priserne nede og kan øge tilskyndelsen til at innovere og udvikle kvaliteten til gavn for forbrugere og erhverv.

Der er relativt lidt konkurrence på bankmarkedet i Danmark sammenlignet med andre lande. Denne konklusion holder, når man ser på en lang række forskellige indikatorer. Og det lader til, at konkurrencen ikke er intensiveret efter krisen. Tværtimod er der tegn på, at den er blevet mindre intens.

Udviklingen under og efter krisen

Formelt stilles større kapitalkrav til de store SIFI- kreditinstitutter, men disse institutter har også fået mulighed for at anvende de såkaldte IRB-modeller, når de skal opgøre disse krav, jf. kapitel 6. Overgangen til de nye metoder har efter alt at dømme givet en solvensrabat i forhold til andre institutter, der bruger den såkaldte standardmetode.

Med IRB-metoder kommer SIFI-institutter til at stå godt i konkurrencen om de mest kreditværdige kunder. Samtidig har de store institutter gavn af den implicitte statsgaranti, som ikke matches af højere kapitalkrav. Det gør det muligt for dem at finansiere sig billigere.

Desuden er der introduceret en omfattende detailregulering i kølvandet på finanskrisen på EU-niveau og nationalt. Det medfører såkaldte omkostninger til regelefterlevelse, som formentlig rammer små og mellemstore institutter relativt hårdere. Også dette kan påvirke konkurrencen til fordel for store institutter.

EU-reguleringen, som er gennemført siden krisen, vil medføre mere ensartede regler i forskellige EU-lande. Det gælder fx kapitalkrav, krav til virksomhedsledelse mv., men også reglerne om krisehåndtering, som dog endnu ikke kendes i detaljer i de forskellige lande. Der er samlet udsigt til en bedre relativ konkurrenceposition for danske institutter, fordi reglerne for krisehåndtering i andre lande kommer til at minde mere om dem, vi i forvejen har i Danmark i henhold til Bankpakke 3. Desuden vil tilsynet blive stammet op mange steder. Der er dog fortsat mulighed for at have forskellig praksis, det gælder især i lande, der ikke deltager i en bankunion.

Den nye finansielle regulering i EU kan bidrage til mere lige konkurrencevilkår på tværs af landegrænser

Under Bankunionen vil tilsynet med kreditinstitutterne og håndhævelse af regler om fx krisehåndtering være mere ensartet. Desuden ser det ud til, at reglerne om krisehåndtering bliver mere troværdige i en Bankunion. Det trækker i retning af, at den implicitte garanti alt andet lige bliver mere ensartet for institutter inden for samarbejdet. Bankunionen vil styrke det indre marked for finansielle tjenesteydelser i medlemslandene.

Bankunionen kan skabe mere lige vilkår

Graden af konkurrence kan have betydning for stabiliteten på bankmarkedet. Men faglitteraturen har ikke noget entydigt svar på, om mere konkurrence overordnet set øger eller mindsker stabiliteten. Det er imidlertid muligt at sikre finansiell stabilitet med regulering, som ikke svækker konkurrencen i samme omfang, som den regulering, der nu er besluttet.

Stabilitet og konkurrence

Eksempelvis vil højere kapitalkrav til SIFI'erne og et troværdigt afviklingsregime, hvor aktionærer og kreditorer har en sikker forventning om, at de selv bærer omkostningerne ved store tab, kunne mindske store institutters konkurrencefordele ved at reducere den implicitte statsgaranti. Samtidig vil det betyde mere velkapitaliserede kreditinstitutter, hvilket øger stabiliteten. Og endelig kan højere kapitalkrav overflødiggøre dele af detailreguleringen, hvilket også kan have positive virkninger på konkurrencen.

Stabilitet og bedre konkurrence kan gå hånd i hånd

Et andet eksempel er tiltag, der gør det nemmere for forbrugerne at skifte bank. Det vil trække i retning af højere konkurrence uden nødvendigvis at skade stabiliteten.

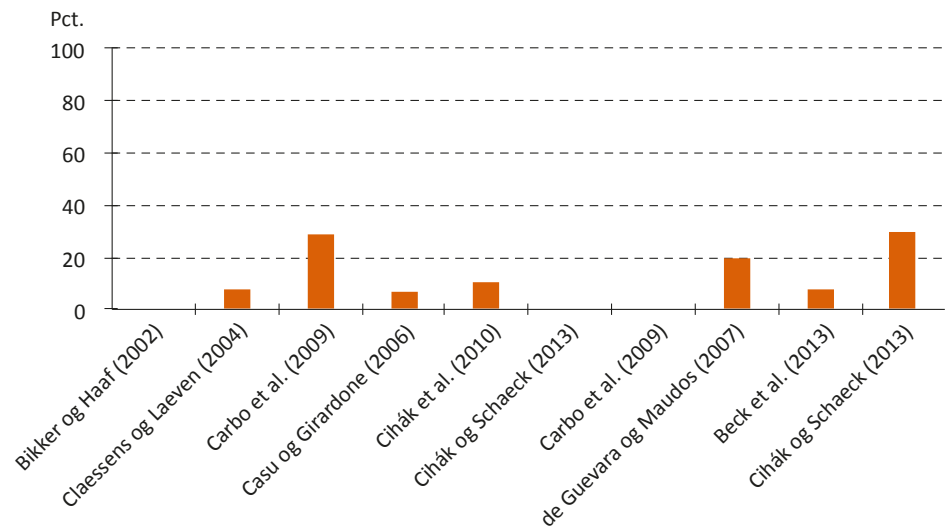
11.2 Set i et internationalt perspektiv er der lidt konkurrence på bankmarkedet i Danmark

I stort set alle internationale studier, der måler graden af konkurrence på bankmarkedet, ligger Danmark i bund. Det fremgår af figur 11.1, som viser at Danmark typisk ligger blandt de 20 pct., hvor konkurrencen er ringest – i ingen af analyserne er Danmark blandt de 70 pct. med mest konkurrence.¹ Tidsperioden og antallet af lande varierer fra undersøgelse til undersøgelse, men konklusionen er i alle tilfælde, at Danmark har en lav placering, hvad angår konkurrencen på bankmarkedet.

Danmark lavt placeret

1. I figuren medtages kun fagfællebedømte artikler. Studierne måler konkurrencen ved tre forskellige mål: H-statistikken, Lerner-indekset og Boone-indekset. Hver metode har sine fordele og ulemper. Se Kaarsen (2014a) i baggrundsrapporten for en diskussion af de forskellige mål og tekniske detaljer.

Figur 11.1
Danmarks placering i internationale sammenligninger af konkurrencen på bankmarkedet



Anm.: Figuren angiver Danmarks placering i procent, hvor 0 er en sidsteplads og 100 er en førsteplads, hvad angår konkurrence.

Kilde: Kaarsen (2014a) i baggrundsrapporten.

Det Økonomiske Råd finder lignende resultater

Det Økonomiske Råd har sammenlignet konkurrencen på tværs af brancher og finder, at der er relativt lidt konkurrence i den finansielle sektor.² Alle indikatorer i undersøgelsen peger i retning af, at den finansielle sektor er blandt de brancher, hvor konkurrencen er svagest. Disse sammenligninger skal imidlertid ses i sammenhæng med, at finansielle produkter har en sammensat karakter, og at udlån kræver forudgående kreditvurderinger og kendskab til kunderne. Derfor er det vigtigt at sammenligne med markeder i andre lande, og her bekræftes billedet af, at der er svag konkurrence på det danske marked, jf. figur 11.1.

Store prisforskelle

Der er også en række mere indirekte måder at måle konkurrencen på. Eksempelvis vil markeder med lidt konkurrence ofte være karakteriseret ved, at der er store prisforskelle på det samme produkt fra bank til bank. Her peger et internationalt studie på, at der er store prisforskelle på det danske bankmarked sammenlignet med andre lande.³

Udviklingen under krisen

Ingen af de ovennævnte analyser omfatter årene under og efter krisen. Derfor har vi lavet en analyse, der også omfatter perioden efter 2008. Konklusionen er, at der ikke er tegn på, at konkurrencen er blevet mere intens under krisen snarere tværtimod, jf. figur 11.2.⁴ Konklusionen påvirkes ikke af, om realkredit medtages i analysen.

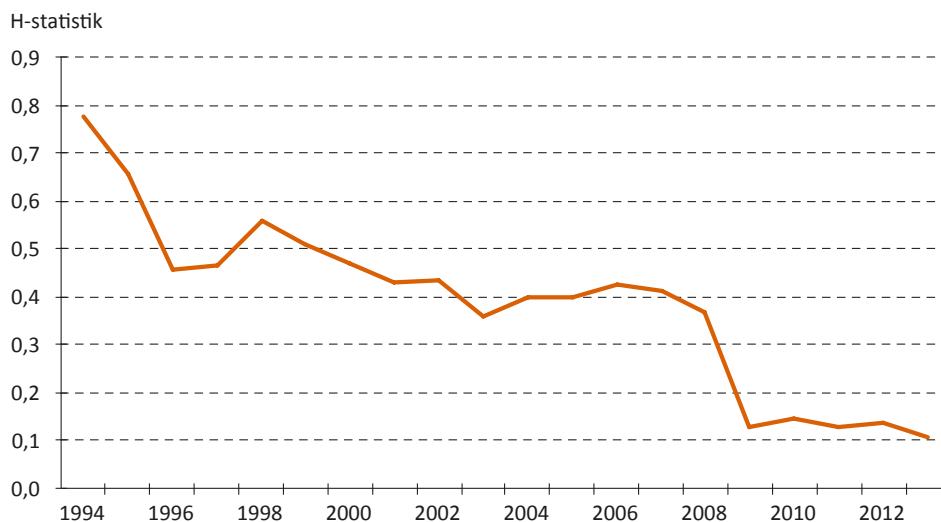
2. De anvender en række forskellige indikatorer. Det primære mål er et Lerner-indeks for prismarkup. Derudover ser de på lønpræmier og forrentning af egenkapital, jf. Det Økonomiske Råd (2005): Dansk Økonomi, efterår 2005.

3. Jf. Kaarsen (2014a) i baggrundsrapporten.

4. Man skal være varsom med at fortolke på ændringer i H-statistikken over kortere perioder, da udsving fra år til år kan afspejle forhold, som ikke er relaterede til konkurrencen.

Figur 11.2

Indikator for konkurrence, beregnet på baggrund af data for de 5 foregående år



Anm.: Figuren viser udviklingen i H-statistikken beregnet for de 5 foregående år. H-statistikken er et hyppigt anvendt mål i den nævnte litteratur. H ligger mellem 0 og 1, hvor 0 er mindst og 1 er mest konkurrence. H-statistikken kan ses som et mål for, om ændringer i omkostningerne slår igennem i prisen eller i profitten. Jo mindre gennemslag på prisen jo mindre konkurrence.

Kilder: Kaarsen (2014a) i baggrundsrapporten.

Konkurrenceindikatoren omfatter principielt alle bankydelse og dækker over, at der på nogle områder er mere effektiv konkurrence end på andre. Fx er der formentlig god konkurrence om udlån til store erhvervs-kunder. Det samlede billede er imidlertid, at konkurrencen er forholdsvis svag på de parametre, der normalt anvendes, når man vurderer konkurrencesituationen.

11.3 Den nye regulerings betydning for konkurrencen

Den implicitte statsgaranti som følger af SIFI-status medfører en tilskyndelse til at holde lav egenkapital i institutterne og betyder, at institutterne kan få billigere finansiering. Det anslås, at fire af de store danske SIFI-institutter kan opnå en besparelse på deres finansieringsomkostninger på ca. 0,48 pct.point i gennemsnit på usikrede obligationslån, som følge af deres særlige status som SIFI-institutter (opgjort for 2012).⁵ Det giver isoleret set en væsentlig konkurrencefordel over for mindre institutter, hvor der i dag er et velfungerende regime for afvikling, og hvor der ikke på samme måde er en implicit garanti.⁶

Derudover har SIFI-institutterne fået tilladelse af Finanstilsynet til at anvende såkaldte IRB-modeller i opgørelsen af risikovægte for kreditrisiko. De øvrige banker bruger derimod som udgangspunkt den såkaldte standardmetode til opgørelse af risiko. Det betyder bl.a., at SIFI-institutter stilles bedre i konkurrencen om solide erhvervs-kunder med lav misligholdelsessandsynlighed og som kan stille god sikkerhed for lånene. Overgangen til IRB betyder samtidig, at stramningerne i de samlede kapitalkrav, som følger af de nye regler, er relativt små for SIFI-institutter, når man sammenligner med situationen før krisen (2007).

Implicit statsgaranti

IRB-modeller

5. Larsen og Karlsson (2014) i baggrundsrapporten.

6. Jf. OECD (2011): Bank competition and financial stability, for en diskussion af de konkurrenceforvridende effekter af implicit statsgaranti.

Overgangen til IRB-modeller medførte således et stort fald i SIFI-institutternes samlede gennemsnitlige risikovægt på op mod 40 pct. ved overgangen til de nye metoder i 2008 og årene efter. Dette relative fald i risikovægten er større end for gruppe II-banker, der bruger standardmetoden. Det er vurderingen at gevinsten ikke er modvirket af større kapitalkrav til de største institutter, som indføres frem mod 2020.⁷ Det medfører isoleret set en konkurrencefordel ift. mindre institutter.

Detailreguleringen

Detailreguleringens omfang og kompleksitet er forøget væsentligt. Navnlig for mindre institutter kan det være en økonomisk belastning at få etableret tilstrækkelige funktioner, der sikrer regelefterlevelse, som kan sikre den nødvendige viden og proceskontrol i stabsfunktioner, ledelse og bestyrelse. De komplicerede og omfattende regler forøger stordriftsfordelene og kan derfor svække konkurrencepresset fra de små og mellemstore banker.

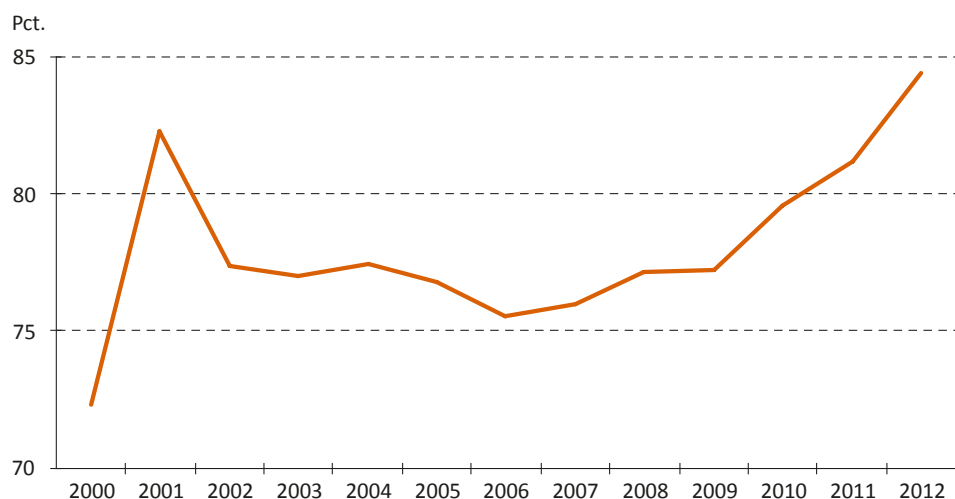
Realkredit og bankvirksomhed samles

De senere år er der samtidig sket en udvikling i retning af, at store banker har overtaget ejerskabet af store realkreditinstitutter, samt at større realkreditinstitutter nu også driver bankvirksomhed. Fx er RealkreditDanmark og BRF overtaget af hhv. Danske Bank og Jyske Bank. Denne ejerstruktur kan også svække konkurrencen, fordi sandsynligheden for, at kunder må samle alle deres engagementer i ét institut, forøges. Konkurrencen på enkeltprodukter kan blive mindsket.

SIFI'er har vundet markedsandele

Siden 2006 er SIFI-institutternes andel af de samlede udlån steget fra godt 75 pct. til knap 85 pct., jf. figur 11.3. Det afspejler bl.a., at relativt mange små og mellemstore kreditinstitutter blev nødlidende under krisen. Dermed er en væsentligt større del af markedet koncentreret på institutter, som i varierende grad modtager implicit støtte. Det kan ikke udelukkes, at en konsolidering af den danske finanssektor kan være hensigtsmæssig, men det bør ikke ske via tiltag, som medfører ulige konkurrencevilkår.

Figur 11.3
SIFI'ernes andel af samlede udlån



Anm.: Tallene er på moderselskabsniveau. Realkreditudlån er ikke inkluderet; såfremt de inkluderes, ændrer det ikke ved det overordnede billede.
Kilde: Finanstilsynet.

Stemmerets- og ejerbegrænsninger

Mange kreditinstitutter har stemmerets- og ejerbegrænsninger i deres vedtægter, som forhindrer, at storaktionærer kan få bestemmende indflydelse på instituttet. Dette forhindrer også, at danske institutter kan overtages af andre aktører, som er mere effektive

7.

og bedre til at drive bankvirksomhed – fx fordi de er bedre rustet til at håndtere de nye regulatoriske krav. Begrænsningerne kan også reducere muligheden for at bryde lokale monopoler, men de kan selvsagt også forhindre overtagelser, der har til formål at mindske konkurrencen. Der er også en række reguleringsmæssige krav, som skal være opfyldt, før Finanstilsynet giver godkendelse til at drive bankvirksomhed. Det gør det svært og omkostningsfyldt at starte en ny bank, som tager mod dækkede indskud.

Der er en klar tendens til, at kreditvilkår afhænger af, om pengeinstituttet har konkret kendskab til kundens kredithistorie. Kunderne falder således ofte nedad i kredithierarkiet, hvis de skifter bank, indtil de over for det nye institut har vist, at de har en høj betalingsvillighed og -evne. Det er udtryk for assymmetrisk information, som er et grundvilkår i sektoren, men som også svækker mulighederne for at opnå stærk konkurrence.

Kendskab afgørende

Der er relativt få udenlandske kreditinstitutter på det danske marked. Det tyder på, at der kan være adgangsbARRIERER, der reducerer konkurrencen. Barriererne kan afspejle det danske markeds begrænsede størrelse i kombination med, at det er forbundet med omkostninger ved at gå ind på markedet. Desuden kan det ikke afvises, at forskellig reguleringspraksis har en betydning, jf. kapitel 8. Under alle omstændigheder er det et problem, hvis der ikke er en troværdig trussel om, at udenlandske institutter træder ind på markedet, når priserne er relativt høje.

Få udenlandske banker

11.4 Det skal være lettere at skifte bank

Der er relativt store prisforskelle på bankmarkedet for privatkunder. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen påpeger desuden, at tilbøjeligheden til at skifte bank er særligt lav i Danmark sammenlignet med andre EU-lande.⁸ Det tyder på, at der kan være barrierer, der forhindrer bankskifte. Tiltag, der fjerner sådanne barrierer, vil alt andet lige øge konkurrencen på markedet til gavn for forbrugerne.

Få skifter bank

Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen arbejder med en web-baseret platform, som har til formål at øge gennemsigtigheden og priskonkurrencen på markedet ved at gøre det nemmere at skifte bank. Idéen er, at når man søger lån hos en bank, bliver tilbuddet automatisk sendt i udbud hos andre banker. Det mindsker besværet ved at indhente tilbud og forhandle lån hos forskellige banker. Det er vanskeligt på forhånd at vurdere effekten af dette tiltag, men det kan ikke udelukkes, at det vil øge tilbøjeligheden til at skifte bank.

Web-baseret platform

I England er der i september 2013 indført en såkaldt current account switch service, som skal mindske besværligheden og usikkerheden ved bankskifte. Ordningen er frivillig for bankerne og omkostningerne afholdes af bankerne. Servicen indebærer bl.a., at bankskifte skal ske inden for 7 dage, og at eventuelle kontooverførsler i 13 måneder efter flytningen til og fra den gamle konto omdirigeres til den nye konto. Derudover udstedes en garanti for, at eventuelle tab, som følge af fejl i forbindelse med flytningen, dækkes af bankerne. I de 9 måneder efter servicen er indført, er antallet af bankskift forøget med ca. 15% i forhold til året før.⁹

Nemmere bankskifte

Virksomheden e-nettet har i samarbejde med Finansrådet udviklet en platform, som skal gøre det nemmere at overføre konti og lån ved bankskifte. Platformen er blevet udvidet til samtlige banker i løbet af foråret 2014, men har haft en del opstartsproblemer.

Platform for informationsudveksling

8. Jf. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2013): Konkurrencen på Bankmarkedet for Privatkunder.

9. Der kan være mange andre faktorer, der påvirker tilbøjeligheden til at skifte bank, så dette tal skal ikke opfattes som et estimat af effekten af tiltaget. Men det peger i retning af, at der kan være gevinster at hente, ved at gøre det nemmere og sikrere at skifte bank.

På sigt forventes det, at løsningen betyder hurtigere og mindre omkostninger ved bank-skifte, hvilket kan øge konkurrencen.

Kontoportabilitet

For nogle kunder kan det også være forbundet med ekstra besvær at skulle have nyt kontonummer ved bankskifte. Eksempelvis kan det betyde, at faste betalinger ikke går igennem, og for virksomheder kræver det ændringer af hjemmeside, annoncering mv. Et system hvor kontonummeret kan overføres fra den gamle til den nye bank – som det er tilfældet med telefonnumre ved skift af teleselskab – kan mindske besværet ved at skifte bank og dermed øge konkurrencen. Dette kræver dog, at en række tekniske problemer løses. På den anden side kan muligheden på sigt føre til en ny type virksomhed, der på vegne af forbrugere løbende vælger den bank, der giver de mest lukrative vilkår. Dette vil for alvor kunne forbedre konkurrencen.

Kundernes information om banker

En anden mulighed er at øge kundernes information om bankernes forskellige tilbud og priser. En rapport udfærdiget for EU-kommissionen finder, at mere information har en begrænset effekt på tilskyndelsen til at skifte bank.¹⁰ For meget information kan ligefrem forvirre kunderne og øge tilbøjeligheden til at blive i samme bank. I Danmark kan bankkunder bruge internetportalen www.pengepriser.dk til at skabe et overblik over forskellige tilbud og priser. Samtidig er det lovpligtigt, at bankerne oplyser en årlig omkostningsprocent (ÅOP), der angiver den samlede pris ved et lån. Bankerne skal også skilte med rentespændet, dvs. laveste og højeste rente for et givent lån. Til gengæld har de ikke pligt til at oplyse om, hvorfor en given kunde ikke får den laveste rentesats. Dermed er det svært for kunden at afgøre, om en høj rente skyldes usikkerhed omkring tilbagebetalinger på lånet, eller om banken tager for høje renter i forhold til konkurrerende banker.

Der er imidlertid ikke krav om, at bankerne skal skilte med rentespænd over for virksomheder. Det er nærliggende at kræve dette.

Bankernes information om kunder

Bankernes mulighed for at kreditvurdere deres kunder har betydning for graden af konkurrence. For at vurdere den enkelte kundes evne til at tilbagebetale lån, benyttes kundernes tilbagebetalingshistorik, lønsedler og skatteoplysninger. I Danmark har den nuværende bankforbindelse adgang til en lang række informationer, som muliggør en præcis kreditvurdering. Det er vigtigt, at alle banker har relativt ubesværet tilgang til information omkring potentielle kunder, så de har mulighed for at afgive tilbud. Det er også vigtigt, at det ikke medfører ekstra besvær for kunderne at give andre banker adgang til information – eksempelvis fra myndighederne eller den nuværende bankforbindelse – der kan påvirke kreditvurderingen.

Lønsedler og skatteoplysninger

Skat har udviklet en digital platform, eSKATdata, som med kundens samtykke gør det muligt at overføre lønsedler og skatteoplysninger til banken digitalt. I dag gælder dette kun for nuværende kunder. På grund af lovgivningen har en bank, der skal afgive et tilbud til en potentiel kunde, ikke samme mulighed. Dette er en barriere for bankskift, som vil være relativt let at fjerne.

Også andre data bør kunne overføres

Et muligt næste skridt kan være et krav om, at en bank, efter kundens anmodning, skal udlevere information om betalingshistorik mv. til andre banker.¹¹ Man kan i princippet forestille sig, at denne informationsudveksling kan foregå via den ovennævnte digitale platform, som er udviklet af e-nettet, til at overføre konti mv. mellem banker.

10. Jf. Europa-Kommissionen (2012): Bank fees behavior study.

11. For dårlige betalere kan dette dog føre til, at bankskift bliver sværere, mens gode betalere får fjernet usikkerheden om deres økonomi, hvilket gør det lettere for dem at skifte bank.

Baggrundsrapporter og -notater anvendt i dette kapitel

Kaarsen, N. (2014a): Konkurrencen på det danske bankmarked.

Larsen, N. W. og Karlsson, A. G. (2014): Implicit statsgaranti: Hvad er værdien af at være SIFI og hvad er konsekvenserne?

Baggrundsrapporter og -notater

Andersen, C. H. (2014a): Krav om opdeling af de store pengeinstitutter: Liikanen-kommissionens tiltag. *Foreløbigt arbejdsnotat, der kan fås ved henvendelse til Kraka.*

Andersen, C. H. (2014b): Makroprudentiel politik: Regulering ved hjælp af makroprudentielle instrumenter. *Foreløbigt arbejdsnotat, der kan fås ved henvendelse til Kraka.*

Andersen, C. H. (2014c): Sundhedstjek af de europæiske banker: Asset Quality Review og stresstest af bankerne.

Hauch, J. (2013): Overblik over resultaterne fra andre landes finanskrise kommissioner.

Hauch, J. (2014): Finansielle cykler.

Heebøll, C. (2014a): De nye låneformer, kreditpolitik og effekten på boligpriser i storbyerne. *Foreløbigt arbejdsnotat, der kan fås ved henvendelse til Kraka.*

Heebøll, C. (2014b): Monetær stress i euroområdet og Danmark.

Heebøll, C. (2014c): Regional Danish housing booms and the effects of financial deregulation and expansionary economic policy.

Heebøll, C. og Larsen, R. B. (2014): Privatforbrug og realøkonomiske effekter af boligprisudsving.

Heebøll, C., Larsen, R. B. og Schultz, E. A. (2013): Regionale forskelle i ejendomsbeskatningen.

Jensen, L. (2014a): De økonomiske omkostninger af højere kapital- og likviditetskrav: Effekt på udlånsrente og BNP.

Jensen, L. (2014b): Modigliani-Miller effekten: Resultater på danske data.

Jensen, L. (2014c): National diskretion ift. kapitalkravene i EU-lovgivningen.

Jensen, L. (2014d): Overgang til IFRS: Konsekvenser for udlånspotentialer.

Jensen, L. (2014e): Økonomiske effekter af Basel III.

Jensen, L., Andersen, C. H., Larsen, N. W. og Karlsson, A. G. (2014): Ny finansiel regulering i EU og Bankunion. *Tilgængelig på www.finanskrisekommissionen.org, ikke på CD-rom.*

Jensen, L. og Larsen, B. L. (2014): Det negative samspil mellem stat og banker under finanskrisen: En empirisk analyse.

Kaarsen, N. (2014a): Konkurrencen på det danske bankmarked.

Kaarsen, N. (2014b): Livskvalitet og krisen i Europa.

Karlsson, A.G., Larsen, R.B., og Christiansen, J.K. (2014): Likviditetskrav i den nye regulering: En beskrivelse af tre centrale reguleringstiltag.

Kraka (2012): Finanspolitik i 00'erne.

Kraka (2013a): Kreditrisiko efter IRB-metoden: Vaciceks formel.

- Kraka (2013b): SIFI-aftalen.
- Kraka (2013c): SIFI-kapitalkrav og risikovægtede aktiver: Er SIFI-kravene baseret på et for løst grundlag?
- Kraka (2013d): 2015-planen fra 2007 ramte plet på beskæftigelsen i 2011, trods finanskrisen.
- Kraka (2014a): Bestyrelsens rolle i kreditinstitutter. *Foreløbigt arbejdsnotat, der kan fås ved henvendelse til Kraka.*
- Kraka (2014b): Betinget hæftelse: Et regneeksempel.
- Kraka (2014c): Udlån under krisen: Sammenhæng med indlånsunderskud og solvensbuffer.
- Kraka (2014d): En model for skat på gæld. *Foreløbigt arbejdsnotat, der kan fås ved henvendelse til Kraka.*
- Larsen, N. W. (2014a): Likviditet i et fastkursregime.
- Larsen, N. W. (2014b): Revision af pengeinstitutter: Hvor meget kan en revisor overskue?
- Larsen, N. W. (2014c): Revisor certificeringsordningen: Hvor mange revisorer skal vi sætte vores lid til fremover?
- Larsen, N. W. (2014d): Revisorernes rolle.
- Larsen, N. W. og Karlsson, A. G. (2014): Implicit statsgaranti: Hvad er værdien af at være SIFI og hvad er konsekvenserne?
- Larsen, R. B. (2014): Ejendomsskattegrundlaget.
- Løfquist, M. W. (2014): Corporate governance i danske pengeinstitutter: Fra soft law til hard law.
- Nielsen, L. (2014): Advokaternes rolle: Fra oprydder til forebygger?
- Nørsgaard, A.S., Klemmensen R. og Svendsen, H. (2014): Regeringers økonomiske retorik, følelser & forbrugeradfærd: Effekter af regeringens retorik om økonomien for danskernes optimisme og privatforbrug.
- Schultz, E. A. (2014): Fordelingseffekter af skattestoppet på ejerboliger.
- Sørensen, P. (2014a): Har ejerstrukturen betydning for sandsynligheden for at blive nødlidende?
- Sørensen, P. (2014b): Hvad er kreditklemmer?
- Sørensen, P., Larsen, R. B. og Christiansen, J.K. (2014): Kreditpolitik før og under krisen: En empirisk analyse.
- Sørensen, R.L., Karlsson, A.G. og Jensen, L. (2013): Større danske kreditinstitutters overgang til IRB-modeller: Effekt på solvens og risikovægtede aktiver.

Finanskrisen i Danmark – kan det ske igen?

Finanskrisekommissionen

Billedet på forsiden er tegnet af Roald Als og bragt i Politiken, da Finanskrisekommissionen blev nedsat. Billedet er en humoristisk kommentar til, at de "blinde" økonomer, der ikke kunne forudse finanskrisen, nu vil undersøge den.

Det er tilladt vederlagsfrit at kopiere fra publikationen forudsat, at Finanskrisekommissionen udtrykkeligt anføres som kilde.

Rapporten, data bag figurerne i rapporten samt indholdet på CD'en Baggrundsrapporter og -noter, er gratis tilgængeligt på www.finanskrisekommissionen.dk eller via www.kraka.dk.

Hovedrapporten koster 250 kr., inkl. CD'en
Baggrundsrapporter og -noter og kan rekvireres hos Kraka

Kompagnistræde 20A, 3. sal
1208 København K
Mail: kraka@kraka.dk

Redaktionen er afsluttet d. 22. oktober 2014.

Omslag og layout: Rikke Marie Nielsen, Rosendahls A/S
Produktion: Rosendahls A/S