

---

FOLKETINGET



Til Erhvervs-, Vækst- og Eksportudvalget

Den økonomiske konsulent

**Til:** Udvalgets medlemmer

**Dato:** 15. november 2011

**Notat om Vismandsrapportens vurdering af den finansielle sektor i ind- og udland.**

**Sammenfatning**

*Vismændene behandler i deres rapport fra november 2011 indgående udviklingen i den finansielle sektor både i Danmark og i udlandet.*

*Der er mange faresignaler ikke mindst på de internationale finansmarkeder. Vismændene skriver direkte at, i sidste ende kan den statsfinansielle krise i visse europæiske stater udvikle sig til noget, der kunne minde om et sammenbrud.*

*Et sådan sammenbrud vil også få betydning for Danmark, der også er påvirket af den internationale uro på finansmarkederne.*

*Vismændene gennemgår punkt for punkt vigtige nøgletal for den danske finansielle sektor. Også udviklingen på de internationale finansielle markeder gennemgås nøje, og det er ikke luttet positive budskaber, Vismændene har.*

## 1. Indledning

I notatet gennemgås Vismandsrapportens afsnit om **danske** og **internationale** finansielle forhold. Begge har stor betydning for vækst og beskæftigelse i Danmark.

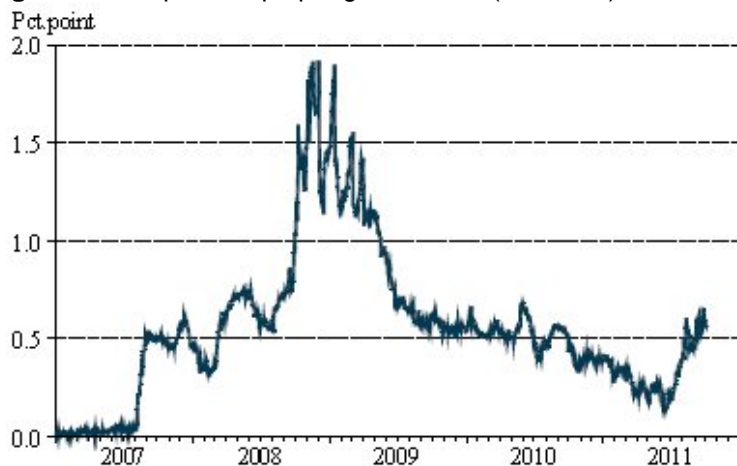
### A. Danske finansielle forhold

#### *Det korte pengemarked*

De danske finansielle markeder er i lighed med markederne i euroområdet påvirket af den internationale uro. På det danske **pengemarked** er spændet mellem sikre og usikre lån ligesom i euroområdet steget kraftigt henover sommeren efter at have været faldende siden starten af 2009, **jf. figur 1** nedenfor. Pengemarkederne er indbyrdes forbundne, og flere udenlandske aktører agerer på det danske pengemarked, derfor rammes Danmark også af den stigende usikkerhed.

Samtidig er der også i Danmark en vis usikkerhed om bankers solvens og likviditet. **Der er dog tegn på, at solvens- og likviditetsproblemerne er relativt mindre for de danske banker i forhold til de udenlandske**, hvilket kan være en forklaring på, at risikopræmien på det danske pengemarked er steget mindre end i euroområdet.

**Figur 1.** Risikopræmie på pengemarkedet (Danmark)



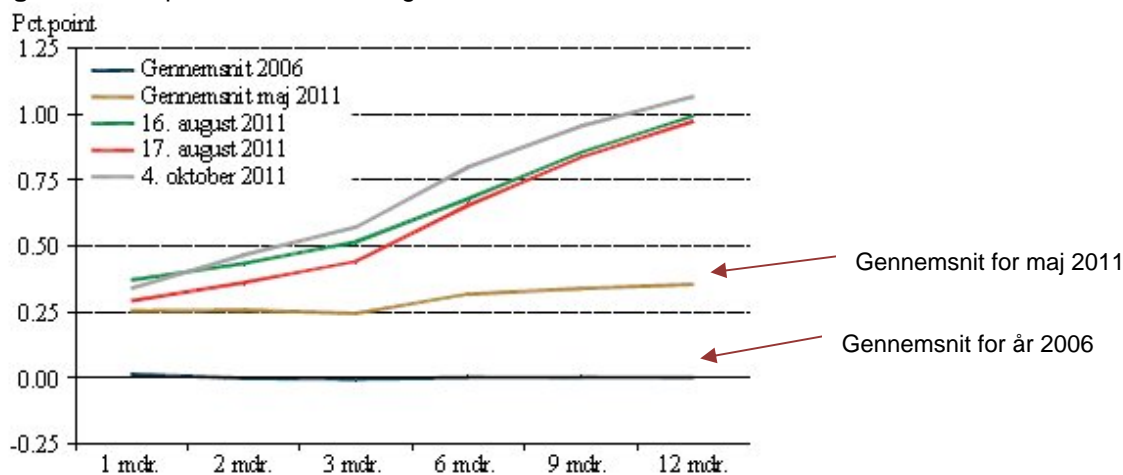
**Anm.:** Risikopræmien er forskellen mellem usikrede og sikrede (swap) tremåneders pengemarkedsrenter i **Danmark**. Seneste observation er primo oktober 2011.

**Kilde:** EcoWin og Vismandsrapporten.

Stigningen i risikopræmien på pengemarkedet henover sommeren **må ses som udtryk for stigende nervøsitet hos bankerne** angående modparternes solvens og mulighed for at dække deres likviditetsbehov på kort sigt. For at forbedre de danske bankers adgang til likviditet har Nationalbanken fra 1. oktober 2011 åbnet mulighed for, at bankerne kan belåne deres udlån med

god bonitet i Nationalbanken. Den nye lånemulighed, der blev annonceret den 16. august 2011, har bidraget til at **mindske** risikopræmierne i den korte ende af pengemarkedet. Således faldt risikopræmien på 1-3 måneders sigt med 8 basispoint i forbindelse med annonceringen, **jf. figur 2** nedenfor.

**Figur 2.** Risikopræmier for forskellige tidshorisonter



**Anm.:** Figuren viser forskellen mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter på det danske pengemarked for henholdsvis 1 mdr., 2 mdr., 3 mdr., 6 mdr., 9 mdr. og 1 år for forskellige tidspunkter.

**Kilde:** EcoWin og Vismandsrapporten.

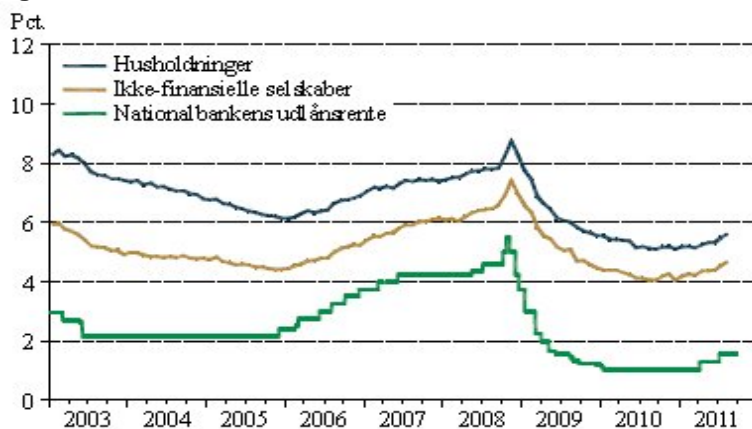
Det ses således, at rentekurven den 17. august 2011 ligger under kurven for den d. 16. august hvor lånemulighederne blev annonceret. Det ses (desværre) også, at rentekurven er steget igen i oktober, som følge af den stigende usikkerhed.

Nationalbankens udvidede udlånsordning har derimod ikke medført noget nævneværdigt fald i risikopræmien set over en horisont på 6 måneder og derover. **Den manglende reaktion i det lange segment af pengemarkedet kan delvist reflektere en usikkerhed om danske bankers solvens på længere sigt, delvist om danske banker selv vil få svært ved at tilegne sig likviditet i fremtiden.**

#### Den lange rente

Rentespændet mellem **bankernes udlånsrenter** og **Nationalbankens udlånsrente** steg i takt med finanskrisens gennemslag, og selvom renteniveauet er faldet kraftigt, er spændet fortsat højt, **jf. figur 3**. Den større renteforskel er udtryk for, at bankerne som led i den nødvendige konsolidering oven på finanskrisen **søger at øge indtjeningen**. Samtidig betyder både nervøsiteten på det danske og europæiske pengemarked, at omkostningerne for tilvejebringelse af likviditet for danske banker er stigende.

**Figur 3.** Bankernes udlånsrenter



**Anm.:** Seneste observation for bankernes udlånsrenter er august 2011. Seneste observation for Nationalbankens udlånsrente er primo oktober 2011.

**Kilde:** Nationalbanken og Vismandsrapporten.

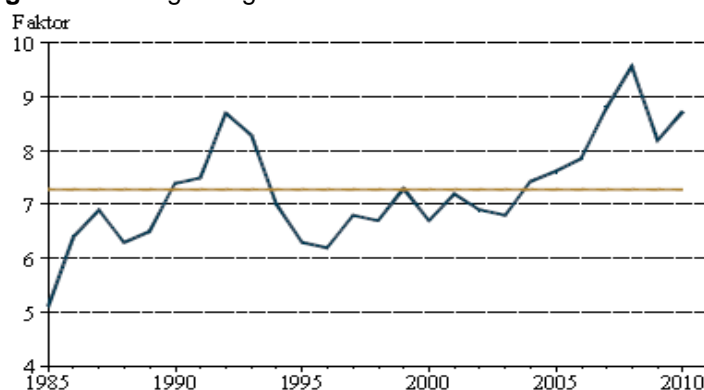
#### Stresstest

Bankers modstandsdygtighed over for tab kan illustreres ved solvensgraden. Den faktiske, gennemsnitlige solvensgrad var 12¾ pct. i det europæiske stresstest fra 2009. Den gennemsnitlige solvensgrad for de tre største banker i Danmark ligger ca. 2½ pct.point over det europæiske gennemsnit. **Dvs. at de danske banker har en større evne til at modstå tab.**

#### Kreditrisiko for danske banker

Bankernes udlåns gearing er et blandt flere mål for bankernes **kreditrisiko**. Gearingen opgøres som bankernes samlede **udlån** i forhold til deres **egenkapital**. Udlåns gearingen steg fra et niveau omkring faktor 7 til over faktor 9 i perioden op imod den finansielle krise i 2008, **jf. figur 4**. Siden er gearingen blevet reduceret, hvilket både skyldes, at bankerne har reduceret udlånene, og at nogle banker har hentet ny kapital på aktiemarkedet. **Bankernes gearing lå trods dette i slutningen af 2010 fortsat klart over gennemsnittet for de seneste 25 år.**

**Figur 4.** Udlåns gearing



**Anm.:** Udlåns gearing som bankernes samlede udlån i forhold til egenkapitalen og er et mål for bankernes relative kreditrisiko. Den vandrette streg angiver gennemsnittet for perioden 1985-2010. Seneste observation er 2010.

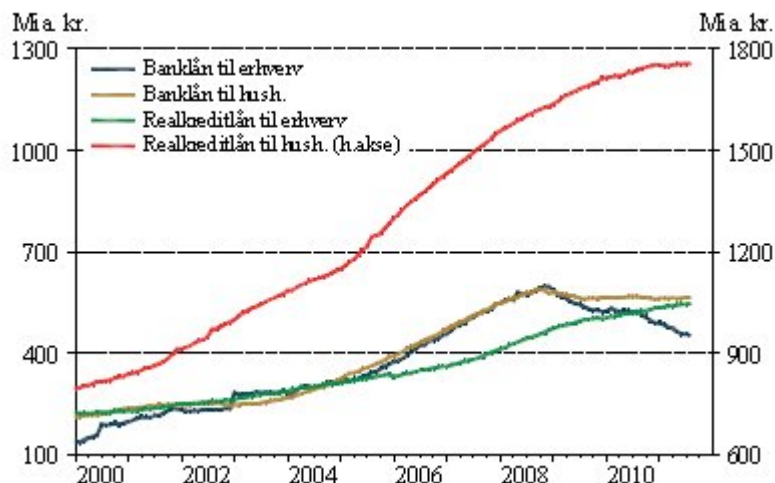
**Kilde:** Nationalbanken, Finanstilsynet og Vismandsrapporten.

### Bankers og realkreditinstitutters udlån

Perioden før den finansielle krises udbrud var karakteriseret ved, at **bankernes** udlån steg væsentligt mere end den økonomiske aktivitet. Således toppede bankernes udlån i forhold til BNP i 2008 på ca. 35 pct. Stigningen skete blandt andet på baggrund af stigende ejendomspriser, hvilket gav bankerne mulighed for at øge udlånene med sikkerhed i de stigende ejendomsværdier. I kølvandet på krisen faldt bankernes udlån, både fordi efterspørgslen efter lån blev reduceret i takt med den faldende aktivitet, og fordi bankerne ønskede at nedbringe deres udlån og forbedre deres solvensgrad.

De samlede udlån fra bankerne er således reduceret med ca. 175 mia. kr. eller ca. 15 pct. siden toppen i slutningen af 2008. Faldet i det samlede udlån dækker udelukkende over et fald i udlån til erhverv, mens bankernes udlån til husholdninger har ligget stort set konstant i perioden, **jf. figur 5**.

**Figur 5.** Penge- og realkreditinstitutters udlån



*Anm.:* Seneste observation er juli 2011.

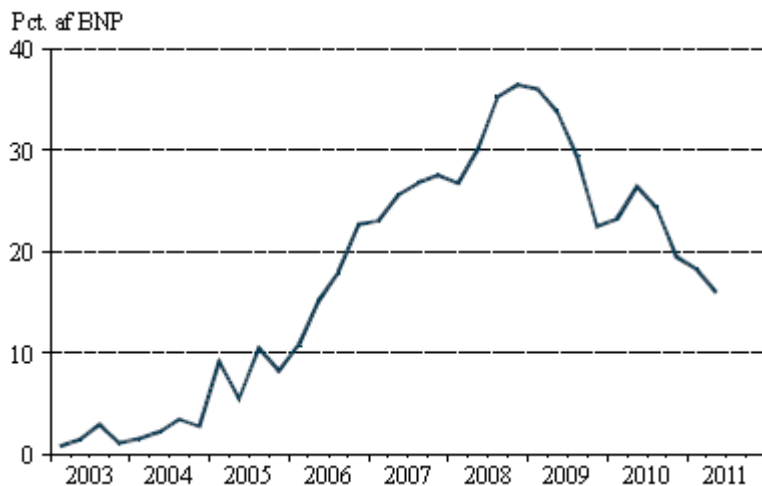
*Kilde:* Danmarks Statistik og Vismandsrapporten.

Udlån fra **realkreditinstitutterne** til både husholdninger og erhverv er modsat banklånene **fortsat stigende**. Stigningen i udlån fra realkreditinstitutter til erhverv, sammenholdt med faldet i udlån fra pengeinstitutter til erhverv, reflekterer formentlig i en vis udstrækning et incitament for pengeinstitutterne til at **konvertere banklån til realkreditlån**. Det skal ses i sammenhæng med mere lempelige likviditetsregler for realkreditlån. Samlet har udlån fra penge- og realkreditinstitutter ligget konstant siden midten af 2008 og er således faldet en smule set i forhold til BNP.

### Indlånsunderskud

Frem mod den finansielle krises udbrud i 2008 opbyggede bankerne **et meget stort indlånsunderskud, jf. figur 6**. Indlånsunderskuddet angiver forskellen mellem bankernes udlån til husholdninger og erhverv og **indlån** på almindelige bankkonti. Som andel af BNP er indlånsunderskuddet næsten halveret, siden det toppede i slutningen af 2008, men udgør i 2011 fortsat knap 15 pct. af BNP.

**Figur 6.** Indlånsunderskud i forhold til BNP



**Anm.:** Seneste observation er 2. Kvartal 2011. Indlånsunderskuddet er opgjort inklusivt de danske institutters udenlandske filialer.

**Kilde:** Nationalbanken, Danmarks Statistik og Vismandsrapporten.

Indlånsunderskuddet finansieres blandt andet ved, at bankerne **optager lån hos banker i udlandet og institutionelle investorer som f.eks. pensionskasser**. En del af disse lån havde specielt før finanskrisen **korte** løbetider og skulle derfor løbende refinansieres.

Et stort indlånsunderskud der **finansieret ved korte lån** i f.eks. udenlandske banker udgør en likviditetsrisiko, idet lånene ikke vil kunne refinansieres til et normalt renteniveau ved et tillidssammenbrud på de finansielle markeder. Hvis indlånsunderskuddet derimod dækkes af lån eller gældsinstrumenter med løbetid svarende til udlånene, indebærer et stort indlånsunderskud ikke nødvendigvis en likviditetsrisiko.

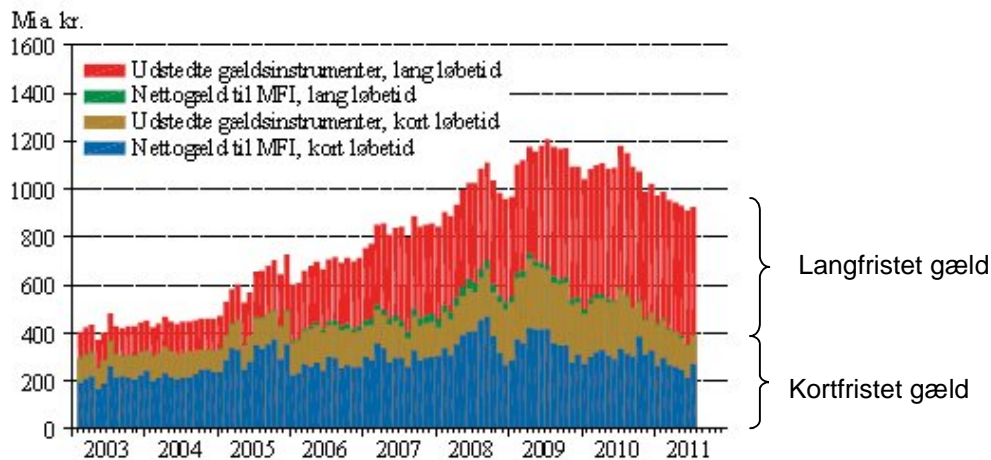
#### *Bankernes finansiering med korte og lange lån*

**Bankpakke II** gav mulighed for, at bankerne kunne optage statsgaranterede lån, der udløber i 2013. Bankpakke II understøttede derved bankernes mulighed for at kunne finansiere deres aktiver med lån med længere løbetid.

Bortfaldet af de statsgaranterede lån i 2013 kompenseres af Nationalbankens nyetablerede udlånsfacilitet (jf. ovenfor), skriver Vismændene.

Andelen af finansieringen med en oprindelig løbetid på **under et år** er ikke mindst på grund af Bankpakke II **faldet** fra knap trefjerdedele i 2003 til omkring halvdelen i juli 2011. Risikoen forbundet med et indlånsunderskud af en given størrelse er dermed reduceret i takt med, at bankerne har øget varigheden på finansieringen, **jf. figur 7 nedenfor**.

**Figur 7.** Udviklingen i bankernes finansiering



**Anm.:** Kort løbetid er defineret som oprindelig løbetid op til et år, mens lang løbetid er over et år. MFI er monetære og finansielle institutioner. Tallene er ikke konsoliderede, dvs. udenlandske filialers finansiering indgår ikke. Seneste observation er juli 2011. Tallene dækker ikke kun indlånsunderskuddet, men eksempelvis også værdipapirbeholdningen på aktivsiden.

**Kilde:** Nationalbanken og Vismandsrapporten.

Det ses, at den langsigtede gæld er øget væsentligt, og det mindsker bankernes likviditetsproblemer ved et eventuelt tillidssammenbrud.

#### Bankpakkerne

Efter udløbet af den ubegrænsede statsgaranti i Bankpakke I risikerer indskydere og ejere af obligationer udstedt af danske banker at miste en del af deres indskud over 750.000 kr., hvis et pengeinstitut går konkurs. **Amagerbankens konkurs i februar 2011 viste, at det i Danmark – i modsætning til flere andre lande – ikke kun er en teoretisk mulighed.**

Det er sandsynligt, at denne enegang med hensyn til praksis har bidraget til at gøre det sværere for danske banker at få tilført ny kapital og få dækket deres likviditetsbehov gennem låntagning på de udenlandske finansielle markeder uden at skulle betale en betydelig risikopræmie.

Som nævnt tidligere har Nationalbanken adresseret problemerne for pengeinstitutterne med at skaffe likviditet på pengemarkedet. Dette er gjort ved at øge belåningsgrundlaget i Nationalbanken. Fra 1. oktober 2011 kan pengeinstitutterne således bruge udlån af god bonitet som sikkerhedsstillelse ved Nationalbankens ugentlige tildelinger af likviditet og som sikkerhed for dag-til-dag lån i Nationalbanken. **Det forventes, at ordningen muligvis vil kunne løse nogle af de problemer, som pengeinstitutterne står over for ved finansiering af indlånsunderskuddet i kølvandet på finanskrisen,** og den særlige danske enegang med Bankpakke III samt udløbet i løbet af 2012 af de statsgaranterede lån i Bankpakke II.

Med **Bankpakke III** blev der oprettet en afviklingsordning for nødlidende banker, der har valgt at betale til denne ordning. Ordningen indebærer, at staten overtager nødlidende banker, hvis der ikke kan findes en privat køber, og overfører dem til det statslige afviklingsselskab Finansiell Stabilitet. Efterfølgende er ordningen blevet ændret, således at tilskyndelsen for sunde banker

til at overtage nødlidende banker øges, ved at en potentiel køber af en nødlidende bank får en medgift finansieret af indskydergarantifonden.

Fra finanskrisens start er det kun få danske pengeinstitutter, som er fusioneret eller blevet overtaget. En finansiel sektor kendetegnet ved mange små- eller mellemstore banker er ikke nødvendigvis et samfundsmæssigt problem. Tværtimod kommer den større konkurrence kunderne til gode. **Det kan dog være ønskværdigt, at sunde banker overtager nødlidende banker**, inden de nødlidende banker under Bankpakke III må overføres til Finansiell Stabilitet. Det kan ikke afvises, at store indlånsunderskud og problemer med finansieringen i øjeblikket skaber barrierer for fusioner.

Bankpakke IV blev fremlagt den 25. august 2011. Bankpakken adresserer mulige barrierer for konsolidering i den danske finansielle sektor bl.a. ved at stille **statslige lånegarantier** til banker, som ønsker at overtage nødlidende pengeinstitutter og ved at styrke medgiftsordningen indført i Bankpakke III. Bankpakke IV blev brugt første gang i weekenden 8-9. oktober, hvor Max Bank blev afviklet. Bankens sunde del blev overført til Sparekassen Sjælland, og den usunde del blev overført til Finansiell Stabilitet.

## B. Internationale finansielle forhold

### *Fare for græsk statsbankerot*

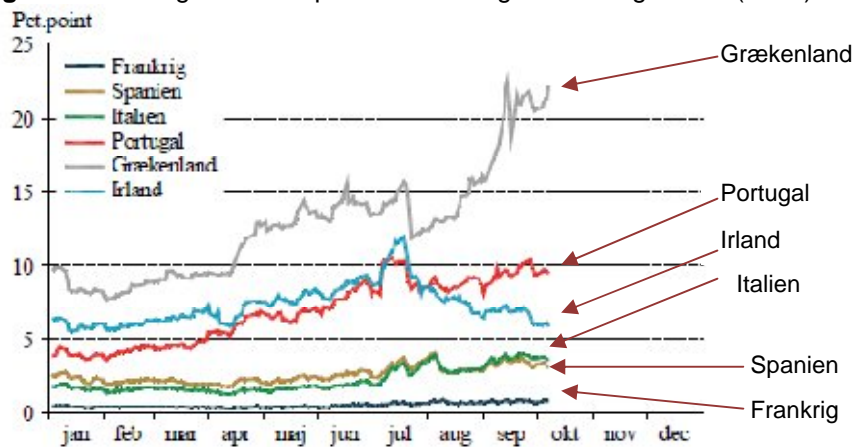
De store **budgetunderskud** og den stigende **offentlige gæld** i mange lande er ikke kun med til at begrænse de økonomiskpolitiske handlemuligheder, men udgør også en selvstændig kilde til usikkerhed og uro på de finansielle markeder.

De statsfinansielle problemer i euroområdet er, som nævnt, blevet yderligere intensiverede hen over sommeren, hvilket blandt andet er kommet til udtryk ved **stigende rentespænd på statsobligationer** i forhold til Tyskland for ikke bare Grækenland, men også for lande som Spanien og Italien, **jf. figur 8** nedenfor. Højere statsobligationsrenter gør refinansieringen af den eksisterende gæld og stiftelse af ny gæld dyrere.

Den europæiske centralbank (ECB) har i løbet af sommeren som konsekvens af de øgede rentespænd set sig nødsaget til at opkøbe flere af de udsatte landes statsobligationer for at forhindre en yderligere intensivering af statsgældskrisen. Rentespændene for Spanien og Italien faldt tilbage efter ECB's opkøb i august, men er efterfølgende steget igen. **Fastholdes rentespændene på de nuværende niveauer, eller stiger de yderligere, vil det betyde, at de berørte lande vil være tvunget til at gennemføre endnu kraftigere opstramninger end allerede planlagt.** Konkret må udviklingen i det græske rentespænd opfattes som et signal om, at aktørerne på de finansielle markeder vurderer, at der er en overhængende risiko for, at Grækenland vil ende med at misligholde sine gældsforpligtelser og gå statsbankerot.



**Figur 8.** Udviklingen i rentespænd for 10-årige statsobligationer (2011)



**Anm.:** Figuren viser rentespændet i forhold til Tyskland.

**Kilde:** EcoWin.

Det ses af figuren, at Irland har en kraftig faldende renteutvikling, og det er et tegn på, at genopretningspakken vækker tillid på det finansielle marked.

#### Udviklingen i CDS-præmien

Den europæiske gældskrise har ikke bare påvirket markedet for statsobligationer fra de gældsplagede lande, men har også sat sit præg på andre finansielle markeder. Den øgede risiko for, at de europæiske stater ikke fuldt ud kan eller vil leve op til deres gældsforpligtelser, har således ikke blot givet sig udtryk i højere renter og CDS-præmier på statsobligationerne, men også øgede CDS-præmier for større europæiske banker i Europa, **jf. figur 9**.

**CDS-præmien kan opfattes som prisen for at forsikre sig mod, at en stat eller virksomhed misligholder sine lån.**

**Figur 9.** CDS-præmier for større europæiske banker og stater



**Anm.:** CDS-præmien for finansielle selskaber er Itraxx Senior Financials, som er et indeks af CDS-præmier for 25 store europæiske banker. CDS-præmien for stater er beregnet som et simpelt gennemsnit af CDS-præmierne for Tyskland, Frankrig, Italien, Spanien og Storbritannien. Seneste observation er primo september 2011.

**Kilde:** Bloomberg, EcoWin og Vismandsrapporten.

Sammenhængen mellem CDS-præmien for stater og for banker kan dække over påvirkninger begge veje: Jo større risikoen er for **konkurser** i banker, jo større behov kan der være for statslig indgriben, f.eks. i form af rekapitalisering af banker. Dette vil føre til større offentligt underskud og større risiko for, at det pågældende lands regering vil misligholde gældsforpligtelser. Omvendt vil en eventuel statsbankerot give anledning til, at banker oplever tab på deres beholdning af statspapirer, hvilket vil øge risikoen for bankkonkurser. **Den observerede samvariation mellem CDS-præmier for banker og stater er derfor ikke overraskende.**

Alvorligheden i den nuværende situation illustrerer, at de større bankers CDS-præmie i gennemsnit nu er højere end under finanskrisens højdepunkt, da den amerikanske investeringsbank **Lehman Brothers** gik konkurs i september 2008.

De europæiske bankers helt overordnede modstandsdygtighed over for tab, f.eks. som følge af store tab på lån til gældsplagede lande, afhænger blandt andet af deres **solvensgrad**. Solvensgraden angiver forholdet mellem kapitalen i banker og de risikovægtede aktiver. En stresstest udført af European Banking Authority har vist, at den gennemsnitlige solvensgrad var 10,3 pct. i stresstesten offentliggjort i **2010** og 8,9 pct. i stresstesten offentliggjort i **2011**. Altså et fald i solvensgraden.

Ifølge beregninger fra IMF offentliggjort i *Report on Financial Stability* i september 2011 er kreditrisikoen, dvs. risikoen for tab på grund af misligholdelse af gældsforpligtelser, både fra europæiske bankers beholdning af statsobligationer og fra gældsplagede europæiske lande, **steget med ca. 300 mia. euro siden gældskrisens start.**

Et andet tegn på den stigende nervøsitet på de finansielle markeder er spændet mellem usikre og sikre lån på pengemarkedet

Spændet begyndte imidlertid at stige i midten af juni 2011, **jf. figur 10**. Stigningen var markant større i Europa, hvilket sandsynligvis kan ses som en konsekvens af de statsfinansielle problemer i en række europæiske lande. Det nuværende rentespænd på omkring  $\frac{3}{4}$  pct.point må, i lyset af den meget lempelige pengepolitik og deraf følgende rigelige likviditet, tages som udtryk for, **at der fortsat er en betydelig nervøsitet for konkurser blandt banker.**

**Figur 10.** Risikopræmie på pengemarkedet (EU og USA)



*Anm.:* Risikopræmien er forskellen mellem usikrede og sikrede (swap) tremåneders pengemarkedsrente i henholdsvis euroområdet og USA. Seneste observation er primo oktober 2011.

*Kilde:* EcoWin og Vismandsrapporten.

Signalerne omkring mindre tillid til, at visse europæiske stater kan honorere deres forpligtelser, en større usikkerhed om store europæiske bankers solvens samt indikationerne på pengemarkedsstress **kan pege frem mod en mulig forværring af udsigterne for specielt europæisk økonomi**. Uroen på de finansielle markeder har således bidraget til faldende forbruger- og erhvervstillid og en generel nedjustering af vækstforventningerne. Disse nedjusteringer spiller selvsagt negativt tilbage på de finansielle markeder.

*Er et sammenbrud muligt?*

**I sidste ende kan den statsfinansielle krise udvikle sig til noget, der kunne minde om et sammenbrud.** Et sådant scenarie kan eksempelvis begynde med, at Grækenland tvinges til at restrukturere sin statsgæld, og at dette afføder yderligere rentestigninger på statsgælden fra de gældsplagede lande i Europa, herunder Spanien og Italien.

Behovet for hjælp til disse lande kan blive så stort, at den hjælp som EFSF<sup>1</sup> kan stille til rådighed, ikke vil være tilstrækkelig, hvilket vil betyde, at landene må gennemføre markante finanspolitiske stramninger, der ligger væsentligt ud over det allerede planlagte. De ekstra opstramninger, og frygten for tab på blandt andet statsobligationer i den finansielle sektor vil få husholdningerne til at holde igen med forbruget og erhvervslivets investeringer til at falde.

De øvrige lande i euroområdet, herunder eksempelvis Tyskland, Frankrig og Holland, vil måske blive tvunget til at afgive yderligere garantier, hvilket risikerer at give anledning til, at aktørerne på de finansielle markeder også begynder at stille spørgsmålstejn ved disse landes kreditværdighed. Usikkerheden vil øge risikopræmierne og dermed renten på statsobligationer, inklusive renten på de obligationer, som EFSF udsteder.

<sup>1</sup> EFSF betyder "Den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet".

Uroen og den svækkede konjunktursituation kan forventes at ramme de europæiske banker, der kan få behov for kapitaltilførsel, hvilket kan belaste de offentlige finanser yderligere. **Ultimativt kan et sådant forløb ende i en selvforstærkende negativ spiral, der leder til behov for restrukturering af adskillige landes statsgæld og får de finansielle markeder til at bryde helt sammen, som man delvist så det ved finanskrisen i 2008-09.**

Det beskrevne scenarie vil være så alvorligt, at det formentligt vil blive forsøgt undgået med alle tænkelige midler. En vigtig forskel mellem situationen i 2008 og den her beskrevne "ultimative" situation er imidlertid, at det **ikke** er muligt at gennemføre traditionelle lempelser af pengepolitikken, da den pengepolitiske rente allerede er tæt på nul. Det er heller **ikke** muligt at lempe finanspolitikken, da de statsfinansielle problemer i udgangspunktet gør, at en finanspolitisk lempelse snarere vil skade mere end gavne.

For at forhindre scenariet i at udspille sig, er det muligt, at de europæiske lande og måske også USA bliver nødt til at stramme finanspolitikken voldsomt i forhold til de allerede vedtagne stramninger. **Det betyder, at alene frygten for det ultimativt negative scenarie kan føre til en situation, hvor der lægges en mærkbar bremse på de internationale vækstudsigter.**

#### *Danmark rammes også*

Hvis den internationale konjunktursituation forværres væsentligt, f.eks. som følge af markante finanspolitiske stramninger ud over de allerede planlagte, vil det også ramme **Danmark**, uanset om der opstår mistillid til den danske finanspolitik eller ej. En lavere vækst i udlandet vil i første omgang indebære en lavere vækst på Danmarks eksportmarkeder, men det vil sandsynligvis også føre til et yderligere omslag i negativ retning i forbrugernes og erhvervslivets forventninger til fremtiden.

Herved vil dansk økonomi ikke bare rammes af lavere eksport, men også af et selvstændigt fald i forbrug, investeringer og boligpriser. Det kan heller ikke afvises, at en situation med mere generel mistillid til statsfinanserne i Europa vil føre til en stigning i renterne også i Danmark, f.eks. fordi prisen på at skaffe finansiering i bankerne stiger.

Konsekvenserne af et sådan negativt scenarie for dansk økonomi er lavere økonomisk vækst, større offentligt underskud og større offentlig gæld, skriver Vismændene.

Med venlig hilsen

Niels Hoffmeyer/Sara Larsen