

DANSK PENGEHISTORIE

1990-2005

DANSK PENGEHISTORIE 1990-2005

Af

KIM ABILDGREN med indledende kapitel af
BODIL NYBOE ANDERSEN og JENS THOMSEN

DANMARKS NATIONALBANK 2010

DANSK PENGEHISTORIE 1990-2005

Oktober 2010

I serien Dansk pengehistorie foreligger:

Bind 1: *Dansk pengehistorie 1700-1914* af Knud Erik Svendsen og Svend Aage Hansen.

Bind 2: *Dansk pengehistorie 1914-1960* af Erling Olsen og Erik Hoffmeyer.

Bind 3: *Dansk pengehistorie 1700-1960. Bilag* ved Kirsten Mordhorst.

Bind 4: *Dansk pengehistorie 1960-1990* af Richard Mikkelsen.

Bind 5: *Pengepolitiske problemstillinger 1965-1990* af Erik Hoffmeyer i samarbejde med Kai Aaen Hansen.

Bind 6: *Dansk pengehistorie 1990-2005* af Kim Abildgren med indledende kapitel af Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen.

Bind 1-5 foreligger kun på dansk. Bind 6 foreligger på dansk og engelsk.

Signaturforklaring:

- Nul

0 Mindre end en halv af den anvendte enhed

• Tal kan efter sagens natur ikke forekomme

... Tal foreligger ikke

Det er tilladt at kopiere fra publikationen forudsat udtrykkelig kildeangivelse. Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

Redaktionen er afsluttet primo oktober 2010.

Tryk: Rosendahls-SchultzGrafisk A/S

Indbinding: Rosendahls-SchultzGrafisk A/S

ISBN: 978-87-87251-79-2 (indb.)

978-87-87251-80-8 (hft.)

978-87-87251-79-2 (online)

Indhold

Forord	5
Indledning	7
Kapitel 1: Valutasamarbejde og valutakriser – Del I: Kronen i D-markblokken.....	27
Kapitel 2: Valutasamarbejde og valutakriser – Del II: Kronen uden for euroområdet.....	55
Kapitel 3: De pengepolitiske instrumenter og pengemarkedet.....	81
Kapitel 4: Udviklingen i den finansielle sektor – struktur og regulering.....	109
Kapitel 5: Bankkriser 1984-95.....	153
Kapitel 6: Centralbankernes arbejde med finansiell stabilitet	177
Kapitel 7: Økonomisk og Monetær Union i EU, ØMU	189
Kapitel 8: Danmark og ØMU.....	209
Kapitel 9: Den Internationale Valutafond, IMF	221
Supplement A: Betalingsformidling og den finansielle infrastruktur	237
Supplement B: Statsgældsforvaltning	259
Supplement C: Nationalbankens statistikproduktion.....	275
Supplement D: Nationalbankens regnskabsresultater og informationsvirksomhed	281

Forord

Kontorchef Kim Abildgren har i samarbejde med fhv. nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersen og nationalbankdirektør Jens Thomsen udarbejdet Dansk pengehistorie 1990-2005.

Forfatterkredsen har regelmæssigt afholdt indbyrdes møder siden efteråret 2007, hvor bogens emnekredse og kapitler er blevet gennemarbejdet. I efteråret 2009 og foråret 2010 har der været afholdt udbytterige seminarer med Jesper Berg, Anders Møller Christensen, Hugo Frey Jensen, Kai Aaen Hansen og Frank Nielsen, der alle har været centralt placeret i Nationalbanken i årene 1990-2005. Desuden har Torsten Gersfelt, Peter Birch Sørensen og Ole Zacchi bidraget med væsentlige kommentarer. Endelig har en række medarbejdere ydet en stor indsats med at fremskaffe materiale fra arkiv og bibliotek eller med at kontrollere bogens oplysninger.

Dette bind af Dansk pengehistorie omhandler som titlen angiver perioden 1990-2005. Det supplerer dermed de tidligere udsendte bind, som dækker årene op til 1990. Enkelte steder er der for helhedens skyld medtaget betragtninger vedrørende årene før 1990. I tabeller og figurer er der i vidt omfang medtaget tal for årene efter 2005 for at gøre disse oplysninger mere anvendelige. Enkelte andre faktuelle oplysninger om perioden efter 2005 er ligeledes medtaget, men der er ikke foretaget nogen analyse eller detaljeret beskrivelse af årene efter 2005.

På bestyrelsens og repræsentantskabets vegne hilser jeg det velkomment, at der nu foreligger en fortsættelse af de første fem bind af Dansk pengehistorie. Det er mit håb, at det nye bind kan tjene som en del af grundlaget for fremtidige vurderinger af den penge- og valutapolitiske udvikling i årene 1990-2005.

Søren Bjerre-Nielsen

Formand for
Danmarks Nationalbanks
bestyrelse og repræsentantskab

Indledning

Udviklingen i slutningen af 1980'erne har på afgørende måde ændret rammerne for den økonomiske politik – især pengepolitikken.

1990'ernes "stabilitetsorienterede økonomiske politik" var kun mulig, fordi der var ført en økonomisk genopretningspolitik i 1980'erne, hvor man havde fået styr på den indenlandske efterspørgsel og betalingsbalancen.

Tilbage i begyndelsen af 1980'erne var økonomien præget af høj arbejdsløshed på omkring 10 pct., tocifrede inflationsrater og et massivt underskud på de offentlige budgetter. Konsekvensen af alt dette var, at den lange obligationsrente kom op over 20 pct., og at realrenten nåede tocifrede niveauer.

Danmarks valutapolitik var baseret på Slangesamarbejdet og fra 1979 ERM med "faste – men justerbare – kurser". Men realiteten var, at Danmark benyttede enhver lejlighed til at devaluere kronen.

I slutningen af 1970'erne var man ikke bare herhjemme, men også internationalt, opmærksom på de alvorlige balanceproblemer i dansk økonomi. Den afgående finansminister sagde i tv, at han havde set den økonomiske afgrund nærme sig. Han definerede det som en situation, hvor vi direkte eller indirekte fik dikteret vores økonomiske politik udefra. Muligheden for statsbankerot dukkede op i debatten, og renten på statsobligationerne steg, men de ansvarlige myndigheder afviste selvfølgelig straks denne mulighed.

Essensen var, at krisebevidstheden blev ganske stærk, og bekymringen for Danmarks internationale anseelse begyndte at blive et politisk tema. Denne krisebevidsthed skabte så grundlaget for en række økonomiske reformer i 1980'erne.

En helt afgørende reform var beslutningen i 1982 om at holde op med at devaluere kronen. Nationalbanken gik stærkt ind for en sådan ændring, og ved regeringsskiftet i 1982 opstod muligheden for at lægge politikken om. Det blev en væsentlig, strukturel reform, og fastkurspolitikken har lige siden været en hjørnesten i dansk økonomisk politik.

I de kommende års kursjusteringer i ERM blev kronens værdi fastholdt i forhold til gennemsnittet, hvilket indebar mindre nedskrivninger i forhold til D-mark. Den sidste tilpasning fandt sted i 1987 og gav som resultat den D-mark kurs, der blev fastholdt i det næste årti og som ved udgangen af 1998 blev omregnet til centralkursen mellem kroner og euro.

Overgangen til fastkurspolitik i 1982 blev set som meget konsekvent i lyset af en samtidig betydelig svensk devaluering. Desuden blev den suppleret med en finanspolitisk stramning og en suspension af dyrtidsreguleringen. Med denne "pakke" formåede man at skabe positive forventninger til den fremtidige udvikling, og det resulterede i et hurtigt og betydeligt rentefald.

Men rentefaldet blev så stort, at efterspørgslen steg så meget, at betalingsbalancen nåede et faretruende stort underskud i midten af 1980'erne.

Det blev nødvendigt med en yderligere finanspolitisk opstramning. Af større betydning blev de mere strukturelle reformer for at begrænse efterspørgslen ved at gøre låntagning mindre fordelagtig. Blandt indgrebene huskes i eftertiden nok bedst "kartoffelkuren", men det afgørende var en omfattende skattereform, der væsentligt begrænsede rentefradragsretten, og som fik virkning fra 1987.

Skattereformen var et positivt skridt mod stabilisering, men skabte problemer for realkreditte, og i sidste halvdel af 1980'erne var såvel boligmarkedet som byggesektoren præget af krise med tvangsauktioner og konkurser. Det havde utvivlsomt givet en mere rolig udvikling i 1980'erne, hvis skattereformen var kommet 2-3 år tidligere.

Krisen forstærkede den tendens til konsolidering i den finansielle sektor, som havde præget 1980'erne, og i løbet af årtiet blev Nationalbanken inddraget i bestræbelserne for at finde en løsning for nogle banker, der kom i problemer.

Alligevel fremstår den økonomiske politik i 1980'erne som et vellykket eksempel på store strukturreformer. I den periode grundlagdes det, eftertiden har døbt "den stabilitetsorienterede økonomiske politik". En politik, som kom til at præge udviklingen i 1990'erne.

Også på et andet område blev rammevilkårene for dansk økonomisk politik afgørende ændret i 1980'erne, nemlig ved afskaffelsen 1. oktober 1988 af de sidste restriktioner på kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet.

Der var sket en gradvis liberalisering af kapitalbevægelserne siden 1960'erne, og især i 1980'erne pressede EF på for helt at få afskaffet restriktionerne. Danmark var positiv, så længe man kunne bevare forbuddet mod udlændinges køb af sommerhuse og muligheden for at udøve skattekontrol.

Liberaliseringen betød, at Danmark fra slutningen af 1980'erne ikke længere kunne forsøge at afskærme det danske kapitalmarked fra det internationale og hermed opnå et vist spillerum for en selvstændig rentepolitik.

Den tredje ændring, der skulle vise sig at få stor betydning for udviklingen i 1990'erne, var nedsættelsen af Delors-komiteen i juni 1988. Ko-

miteens rapport beskrev, hvordan en økonomisk og monetær union kunne realiseres gennem tre faser. I 3. fase skulle der oprettes en fælles uafhængig centralbank med prisstabilitet som målsætning. Alle EF's 12 centralbankchefer var medlemmer af Delors-komiteen, og de afgav rapporten i enighed. Centralbankcheferne kom i det følgende tiår til at bidrage afgørende til den nærmere udmøntning af principperne i rapporten.

Danmark fik i 1990 overskud på betalingsbalancen efter mere end 25 års underskud og vækst i udlandsgælden. Overskuddet repræsenterede derfor såvel reelt som symbolsk en sejr for den langvarige genopretningspolitik i 1980'erne.

For Nationalbanken blev det opfyldelsen af et mangeårigt mål. Dels var balance eller overskud i forhold til udlandet et vigtigt bidrag til at skabe yderligere troværdighed for den succesrige fastkurspolitik. Dels var det vigtigt at komme ud af en situation, hvor forrentningen af en stadig stigende udlandsgæld belastede den danske økonomi.

I de første år efter Delors-rapporten var valutamarkederne ret rolige, og starten på Regeringskonferencen i 1990 gav en forventning om en forholdsvis hurtig gennemførelse af den økonomiske og monetære union.

I Danmark blev det gradvis erkendt, at fastkurspolitikken krævede en så nøje styring af den korte rente, at Nationalbanken ikke længere kunne føre rentepolitik ud fra hensynet til den indenlandske konjunktursituation. Den danske rente måtte følge renten i Tyskland med et spænd, der afspejlede valutasituationen.

Ikke alle lande i det europæiske valutakurssamarbejde havde lige så let som Danmark ved at drage denne konklusion. Netop dilemmaet mellem ønsket om kursstabilitet og behovet for at påvirke den indenlandske aktivitet blev afgørende for det sammenbrud af fastkurssystemet, som skete gennem en række valutakriser i 1992 og 1993.

Den helt usædvanlige situation efter den tyske genforening betød, at Tyskland havde behov for en ganske stram pengepolitik. En høj rente passede ikke til de øvrige europæiske landes konjunktursituation, men Den Tyske Forbundsbank, Bundesbank, henholdt sig til, at rentefastsættelsen skulle ske ud fra tyske og ikke europæiske behov. Dette gav markedet en følelse af, at valutasystemet ikke fungerede optimalt og gav anledning til spekulative valutatransaktioner. I september 1992 måtte pundet på dramatisk vis forlade ERM-samarbejdet efter kun knap to års medlemskab, og det blev starten på en periode med jævnlige valutakriser. Der var tale om et dramatisk prestigetab for Storbritannien, og herudover blev markedets tiltro til fastkurssamarbejdet alvorligt rystet.

Det danske nej til Maastricht-traktaten i juni 1992 og den efterfølgende franske folkeafstemning, der resulterede i et overraskende snævert ja, bidrog til at øge uroen. Det forekom pludselig ikke længere så selvfølgelig, at den økonomiske og monetære union stille og roligt ville blive etableret på basis af de gældende centralkurser.

Som oftest var kriserne for den danske krone affødt af begivenheder i andre lande, fx Sveriges og senere Norges opgivelse af fastkurspolitikken. Men i februar 1993 opstod der en voldsom spekulation mod danske kroner. Anledningen var regeringsskiftet, og det skete på trods af, at den socialdemokratiske ledede regering kom med en håndfast erklæring om opretholdelse af fastkurspolitikken. Spekulanter forsøgte at teste dette, måske med en skelen til den tidligere socialdemokratiske tradition for jævnlige devalueringer før 1982.

Regeringen og Nationalbanken var enige om at forsvare kronkursen med alle midler, og krisen i februar 1993 blev den hidtil mest dramatiske danske valutakrise.

Nationalbanken forhøjede diskontoen med to procentpoint. Desuden suspendede man pengeinstitutternes normale adgang til likviditet i Nationalbanken og stillede kun kronelikviditet til rådighed med en løbetid på 17 dage til 40 pct. For de spekulanter, der havde solgt kroner mod valuta, blev det meget dyrt at skulle låne disse kroner for at levere dem, når handlen skulle effektueres. Som led i den "psykologiske krig" mod spekulanterne, var det også væsentligt, at centralbankerne i de øvrige kernelande samt Spanien, foretog støtteopkøb af kroner – og offentliggjorde det. Kort efter nedsatte Den Tyske Forbundsbank sine renter med op til 0,5 procentpoint.

Kombinationen af de danske myndigheders klare afvisning af en devaluering, støtten fra de andre centralbanker, en meget belejlig tysk rentesænkning og den meget høje "strafrente" på likviditet virkede, og såvel kronkurs som valutareserve og pengemarkedsrenter stabiliseredes i den efterfølgende periode.

I sommeren 1993 var der periodevis valutauro, men det helt store angreb satte ind i slutningen af juli, og denne gang var det hele ERM-systemet, der blev spekuleret imod.

Der blev indkaldt til møde i Bruxelles i weekenden 31. juli-1. august. Den danske politik var at bevare så meget som muligt af det hidtidige system og ikke ændre den danske centralkurs over for D-mark.

Grundlæggende var krisen især udtryk for mistillid til den tysk-franske relation i ERM-systemet. Trods flere fortrolige møder var det ikke som tidligere lykkedes de to lande at finde en fælles holdning til imødegåelse af uroen. Frankrig ville ikke stå som det land, der devaluerede eller brød med systemet. Og ingen af de mindre kernelande kunne forestille

sig en situation, hvor Tyskland trådte ud, da ingen af dem ønskede at opgave tilknytningen til D-mark. Desuden var de af den opfattelse, at centralkurserne var rimelige og ikke burde ændres. At dette synspunkt var korrekt viste sig ved, at disse centralkurser faktisk blev lagt til grund for Frankrigs og Benelux-landenes senere deltagelse i eurosamarbejdet.

Forhandlingerne blev meget forvirrede, og der blev præsenteret mange forskellige forslag. Målet var at skabe en troværdig løsning, så den konstante uro med fristelser til spekulation blev fjernet.

En fuldstændig overgang til flydende kurser blev af de fleste lande anset for at være for drastisk, og derfor blev diskussionen centreret om en udvidelse af udsvingsmarginen i et fortsat fastkurssystem. En udvidelse til +/- 6 pct. var et centralt forslag, men en række deltagere udtrykte bekymring for, at et sådant bånd blot ville skabe nye angrebsmål, som markedet ville teste.

Forslag om at fortsætte med en mindre gruppe lande i det gamle system blev hurtigt taget af bordet, fordi ingen ville sættes udenfor. På en måde blev spørgsmålet hele tiden reduceret til, om Tyskland eller Frankrig skulle fremstå som det land, der "bevarede" ERM-systemet.

Efter forhandlinger til langt ud på natten til mandag 2. august endte man med en forholdsvis hurtig og overraskende beslutning om en – midlertidig – udvidelse af udsvingsmarginerne til +/- 15 pct. Det blev en løsning, der viste sig langt mere holdbar end de fleste mødedeltagere formentlig forestillede sig den mandag morgen. Lige da mødet sluttede, meddelte den hollandske delegation, at de havde indgået en sær aftale med Tyskland om indbyrdes at fastholde det gamle bånd på +/- 2,25 pct.

For Danmark var den samlede aftale umiddelbart ikke tilfredsstillende. Men det var illusorisk at få en aftale som Holland, da den hollandske gylden havde udvist en helt usædvanlig stabilitet i forhold til D-mark. Ikke engang Belgien/Luxembourg kunne få en særlig ordening med Tyskland.

Så selv om Danmark virkelig havde fulgt spillereglerne og havde lært at håndtere valutaspekulationer, hjalp det os ikke, da hele systemet stod til ændring.

Såvel regeringen som Nationalbanken signalerede meget klart, at man ville opretholde fastkurspolitikken, som hele vores økonomiske politik baserede sig på. Selv om udsvingsgrænserne var ændret og kronen umiddelbart var svækket, var det afgørende, at centralkursen var uændret, og den fremtidige politik ville blive indrettet på igen at komme tættere på centralkursen.

Danmark prøvede ved flere lejligheder i de følgende år at argumentere for, at udvidelsen jo var tænkt som midlertidig og man skulle stille mod en indsnævring af båndet. Dette synspunkt vandt imidlertid slet

ikke gehør i de øvrige lande, der var tilfredse med systemets funktion og ikke havde lyst til at udfordre spekulatøren ved at indsnævre båndet.

I stedet valgte Nationalbanken i forståelse med regeringen at arbejde på gradvis at stabilisere kronen og sigte mod de facto at komme ind i det gamle, snævre bånd igen. Det lykkedes fra midten af 1995 efter endnu en valutakrise i foråret 1995. Fra 1997 etableredes en situation, hvor Nationalbanken stabiliserede kronen i et meget snævert interval tæt på centralkursen over for D-mark og senere euro.

I tilbageblik må man nok sige, at båndudvidelsen var nødvendig for det europæiske valutasamarbejde, og at den gav Danmark ro til selv i den kommende femårsperiode gradvis at komme på plads i det gamle snævre bånd. Dermed havde vi en stærk udgangsposition for forhandlingerne om valutasamarbejdet i forhold til euroen fra dennes indførelse 1. januar 1999.

En mere generel konsekvens af båndet på +/- 15 pct. var, at der ikke blev interveneret på grænserne, og dermed blev der ikke behov for interventionskreditter. Intervention blev i langt højere grad det enkelte lands eget ansvar, og meget af systemets multilaterale karakter forsvandt dermed. Og det betød, at den besværlige afstemning af holdninger mellem de enkelte deltagere ikke længere blev afgørende. Eller anderledes udtrykt: fra at valutakriser var blevet anset for et fælles problem, blev det fra 1993 de enkelte landes egen sag.

Danmarks fastkurspolitik var som nævnt baseret på, at Nationalbanken kunne indrette pengepolitikken på at stabilisere kronkursen, mens den øvrige økonomiske politik, primært finanspolitikken, skulle varetage ansvaret for den indenlandske konjunkturudvikling.

Den socialdemokratiske ledede regering, der tiltrådte i 1993, erklærede sig – ligesom forgængerne – som tilhængere af en stabilitetsorienteret økonomisk politik. Men regeringen tiltrådte på et tidspunkt, hvor arbejdsløsheden var meget høj, omkring 12 pct. Selv om valutahensynet stod i vejen for en kraftig finanspolitisk ekspansion, blev der i 1993 gennemført visse lempelser. Der blev etableret midlertidige orlovsordninger for at reducere arbejdsstyrken og dermed ledigheden.

Lempelserne blev understøttet af den ekspansion, der udgik fra rentefaldet og de omfattende konverteringer af realkreditobligationer. Gennem lovændringer understøttede man dette ved at udvide konverteringsadgangen til kontantlån.

De politiske tiltag og rentefaldet bidrog til at stimulere økonomien.

Men de mange år med store betalingsbalanceunderskud før 1990 var dog ikke helt glemt, hverken i befolkningen eller i politiske kredse. Og

Nationalbanken brugte enhver lejlighed til at erindre om risikoen. Man illustrerede det ofte gennem en figur (svarende til figur 1 i bilag 1), der viste sammenhængen mellem den relative indenlandske efterspørgsel og betalingsbalancens løbende poster. Konklusionen var, at hensynet til betalingsbalancen ikke gav plads til en stærkere vækst i den danske efterspørgsel end i udlandets – og dermed ikke til en ekspansiv finanspolitik.

Denne sammenhæng blev aktuel i slutningen af 1990'erne, hvor betalingsbalanceudviklingen blev forringet mærkbart, bl.a. som følge af store stigninger i det offentlige og det private forbrug. Nationalbanken advarede om, at det var nødvendigt med en stramning af finanspolitikken for at rette op på udviklingen. Og netop betalingsbalancehensyn blev det afgørende argument for de forbrugsreducerende indgreb i foråret 1998, der bl.a. begrænsede rentefradragsrettens værdi. Indgrebet fik navnet "pinsepakken" og bidrog til at sikre en mere stabil udvikling i de nærmest følgende år.

Når Danmark alligevel fik valutauro flere gange i 1998 skyldes det faktisk ikke betalingsbalanceudviklingen. I foråret blev uroen begrundet med usikkerhed som følge af afstemningen om Amsterdam-traktaten samt konflikten på arbejdsmarkedet.

I august-september var baggrunden dels, at Norge opgav fastkurspolitikken, dels den internationale valutauro, der stammede fra Rusland og fra sammenbruddet i den amerikanske hedgefond LTCM. Danmark var særlig udsat, fordi vi ikke som de fleste andre deltagere i ERM var på vej ind i ØMU'en. Efterårskriserne udstillede usikkerheden om Danmarks fremtidige valutariske placering. Derfor var det utrolig vigtigt for de danske myndigheder at få disse forhold afklaret hurtigt, så man ikke skulle vente på den officielle etablering af valutaunionen den 1. januar 1999.

Det lykkedes i september 1998 at få en aftale med om deltagelse i det fremtidige ERM2 med et udsvingsbånd omkring euroen svarende til det gamle snævre bånd, dvs. +/- 2.25 pct., mens standardbåndet fortsat skulle være +/- 15 pct. Begrundelsen var, at Danmark havde vist sig i stand til at føre en stabilitetsorienteret politik og havde været i stand til at holde kronen meget tæt på centralkursen. Hermed blev den danske politiske målsætning fra 1993 om at komme tilbage til et snævert bånd endelig opfyldt – om end kun bilateralt i forholdet mellem kronen og euroen.

Nationalbanken deltog i forberedelserne til ØMU'en hele vejen fra nedsettelsen af Delors-komiteen i 1988 til etableringen af Den europæiske Centralbank, ECB, 10 år senere.

Med Edinburgh-aftalen i december 1992, der var en ren dansk ordning, fik man banet vejen for en dansk ratifikation af Maastricht-traktaten. Det blev i aftalen klart fastlagt, at Danmark ikke skulle deltage i den fælles valuta – medmindre en ny folkeafstemning ændrede ved dette forbehold. Danmark benyttede så at sige den "opt-out", vi havde fået i traktaten, allerede ved Edinburgh-aftalen.

Uanset dette deltog Nationalbanken i forarbejdet til den fælles valuta og fælles centralbank. Det foregik i centralbankchefkomiteens regi, hvor bl.a. udkastet til ECB's statutter var en vigtig opgave. Ved starten på 2. fase af ØMU'en 1. januar 1994 blev centralbankchefkomiteen afløst af EMI, Det Europæiske Monetære Institut. EMI's primære opgave var at forberede grundlaget for den fælles valuta og den fælles pengepolitik samt de øvrige centralbankopgaver, der skulle overgå til ECB i 3. fase. Danmark var på linje med de andre EU-centralbanker med i arbejdet i EMI.

De danske forhandlere deltog aktivt i forberedelserne i såvel Rådet som et stort antal komiteer og udvalg, og Nationalbankens repræsentanter i alle disse fora samledes regelmæssigt for at afstemme synspunkterne.

Bortset fra de spørgsmål, der direkte vedrørte det fremtidige valutakurssamarbejde, ERM2, var det dog en hæmsko for de danske forhandlere, at Danmark ikke skulle deltage, i alt fald ikke fra starten af 3. fase. Fordelen ved at deltage aktivt i forberedelserne var imidlertid, at Nationalbanken fik opbygget en betydelig viden og indsigt og et godt personkendskab på mange niveauer. Der var desuden en udbredt forventning om, at en afstemning om dansk eurotilslutning ville komme inden for en overskuelig fremtid.

Men fra etableringen af ECB 1. juni 1998 blev Nationalbankens deltagelse voldsomt begrænset. Man forsøgte trods begrænsningerne fortsat at opretholde de personlige kontakter og at opdatere sin viden om udviklingen i ECB. Dette viste sig at være nyttigt, da den danske regering allerede i 2000 udskrev en folkeafstemning om tilslutning til euroen med sigte på deltagelse i den fælles valuta fra 1. januar 2002.

Nationalbanken havde fra starten af 1990'erne ved forskellige lejligheder givet udtryk for den holdning, at deltagelse i den fælles valuta ville være hensigtsmæssigt for Danmark. Da folkeafstemningen i 2000 nærmede sig, blev en klar holdning fra Nationalbanken efterspurgt. Nationalbanken var jo den aktør, der ville blive allermost påvirket af en evt. tilslutning til euroen.

Nationalbankens direktion gav udtryk for den holdning, at det ville være bedst for Danmark at tilslutte sig euroen. Fastkurspolitik i forhold

til euroen svarede jo nærmest til, at dansk pengepolitik var "outsourcet" til ECB, i alt fald i valutarisk rolige tider. Og Nationalbanken var helt uden indflydelse på ECB's pengepolitiske beslutninger. Men i modsætning til fuld deltagelse i den fælles valuta, betød fastkurspolitikken en potentiel sårbarhed, ikke mindst i økonomisk urolige perioder.

Nationalbanken havde forberedt en mulig hurtig overgang til euroen i tilfælde af et ja ved folkeafstemningen. Men der var selvsagt kun gennemført analyser og skitseret modeller, og ikke truffet konkrete beslutninger.

Op til folkeafstemningen var der lejlighedsvis lidt uro på valutamarke- det, som Nationalbanken imødegik med de sædvanlige instrumenter. Når der ikke i større omfang var spekulation mod kronen, skyldtes det utvivlsomt, at både ja-siden og nej-siden var enige om en ting, nemlig at Danmark i tilfælde af et nej skulle fortsætte den hidtidige fastkurspoli- tik. Da resultatet forelå, blev dette officielt fastslået i en fælles medde- lelse fra regeringen og Nationalbanken. For at understrege viljen bag det blev udlånsrenten forhøjet med 0,5 procentpoint. Da markedet var faldet til ro igen, kunne spændet til eurorenten gradvis reduceres.

I de følgende år oplevede Nationalbankens repræsentanter at blive me- re og mere marginaliserede i forhold til beslutningerne i ECB, og meget naturligt blev den viden, vi havde erhvervet os før 1998, hurtigt foræld- det. Men Nationalbanken lagde vægt på, at man på de mere teknisk betonedede områder som betalingsformidling og statistik var med i udvik- lingen, så man ikke ved en evt. senere tilslutning til euroen stod med et efterslæb på de områder.

De egentlige risici ved ikke at være euroland viste sig først i praksis i 2008 under den internationale finanskrise – men den periode behandles ikke i dette bind af Pengehistorien.

Efterhånden opgav mange europæiske lande fastkurspolitikken og til- sluttede sig euroen eller valgte en flydende valutakurs. Landene med flydende kurs besluttede at indrette pengepolitikken efter indenlandske hensyn, og hermed blev "inflationstyring" den nye mode i pengepoli- tikken.

Storbritannien og Sverige var de første europæiske lande til at udvikle og benytte en sådan model, der i løbet af 1990'erne bredte sig til mange lande.

I slutningen af 1990'erne fik Nationalbanken ofte stillet det spørgsmål fra udenlandske kommentatorer, hvorfor vi ikke foretrak inflationstyr- ring frem for fastkurspolitikken. Danmark havde jo valgt at stå uden for euroen og havde derfor ikke et særligt behov for at demonstrere fast- kurspolitikken holdbarhed, lød argumentet.

Hverken den danske regering eller Nationalbanken var i tvivl om, at fastkurspolitikken havde medført en betydelig stabilitet i udviklingen, og at den fungerede godt for Danmark. Den stabilisering, vi havde oplevet, siden man valgte fastkurspolitikken i 1982, blev i høj grad tilskrevet denne politik.

En pengepolitisk styring ud fra indenlandske behov skulle rent teoretisk forventes at give større stabilitet end en fastkurspolitik. Men analyser af udviklingen i de fire nordiske lande for perioden 1996 til 2009 viser faktisk, at det ikke er muligt at vise, at inflationsstyring giver den bedste samfundsøkonomiske udvikling.

Den danske økonomi i årene omkring og lige efter 2000 var præget af en solid, stabil udvikling. Begrundet i en svag stigning i ledigheden fandt regeringen det hensigtsmæssigt at foretage en finanspolitisk lempelse i 2004, "Forårspakken". Nationalbanken påpegede, at der ikke var behov for en sådan lempelse. Der var en voksende tendens til, at lønningerne og enhedsomkostningerne begyndte at stige mere end i euroområdet.

Ligesom i 1980'erne blev Nationalbanken også i begyndelsen af 1990'erne inddraget i håndteringen af nogle store bankkriser i Danmark og på Færøerne. Derudover blev den dengang meget sjældent anvendte centralbankfunktion som "lender of last resort" anvendt i forbindelse med en rygtebaseret likviditetskrise i Unibank i 1992.

Nationalbankens inddragelse i løsningen af bankkriserne skabte i banken en større viden om og ikke mindst interesse for udviklingen i den finansielle sektor. Efter i en årrække at have arbejdet internt med analyser af stabiliteten i den finansielle sektor begyndte Nationalbanken i 2000 at videreudvikle og offentliggøre disse analyser, de såkaldte "Finansielle stabilitet"-rapporter. Rapporterne er ikke baseret på internt materiale fra Finanstilsynet, men alene på offentliggjorte oplysninger. Nationalbanken fulgte her en international trend, idet mange centralbanker var begyndt at offentliggøre sådanne rapporter.

Nationalbankens rapporter om Finansielle stabilitet pegede i 2001 og de følgende år på den risiko, som det generelt stigende indlånsunderskud indebar. Endvidere var det erfaringen, at meget store udlånsstigninger sjældent er mulige uden en forringet kreditkvalitet. Indlånsunderskuddet blev dækket gennem kortfristede obligationsudstedelser og låntagning i udlandet, som gjorde bankernes finansieringsstruktur mere sårbar.

Mens 1980'erne var præget af internationalt samarbejde omkring liberalisering af de finansielle markeder, blev det kendetegnende for 1990'erne, at de finansielle institutioner blev genstand for internationale aftaler om egenkapital- og regnskabsregler.

Den første runde af harmoniseringer i begyndelsen af 1990'erne indebar for danske pengeinstitutter en lempelse af kapitalkravene. Dette medvirkede utvivlsomt til at gøre bankkriserne i begyndelsen af 1990'erne mindre i Danmark end i vore nabolande, idet mange danske pengeinstitutter kunne absorbere tabene på grund af de formindskede kapitalkrav.

Reguleringen af de finansielle institutioner og markeder blev i 1990'erne i stigende grad et EU-anliggende.

Udover ændringer i kapitalkravene fik også ændringer i regnskabsreglerne betydning for pengeinstitutterne. Den hidtidige danske praksis med hensættelser på udlån ud fra et forsigtighedsprincip betød i realiteten opbygning af stødpuder. Det blev afskaffet med de nye regnskabsregler fra 2005, som ikke tillod opbyggelse af "skjulte" reserver. Det reducerede stødpuderne og gav plads til øget krediteksponering.

Efter den finansielle krise blæser vinden nu den anden vej, og der drøftes skærper, men den diskussion falder uden for dette bind af Pengehistorien.

Det klassiske danske realkreditsystem anses for meget robust og for at være en stabiliserende faktor i det finansielle system. Nationalbanken har ofte i internationale fora fremhævet styrken i dette system med lange, fastforrentede og konverterbare annuitetslån.

Systemet er imidlertid blevet ændret på en række punkter siden anden halvdel af 1990'erne, først gennem indførelsen af rentetilpasningslån og senere med muligheden for afdragsfrie perioder.

Nationalbanken udtrykte bekymring for udbredelsen af de variabelt forrentede lån, fordi renteforhøjelser i tilfælde af valutauro også ville ramme husholdningerne. Det blev sagt klart fra Nationalbanken, at hensynet til husejernes låneomkostninger ikke kunne begrænse Nationalbankens handlefrihed under valutakriser. Derimod var Nationalbanken dengang ikke optaget af det forhold, at man ved at finansiere 30-årige lån med 1-årige obligationer kunne få et likviditetsproblem.

Rentetilpasningslåne har hidtil ikke kollideret med valutapolitikken, men de fik til gengæld i kombination med andre forhold stor betydning for ejendomsprisudviklingen. Muligheden for finansiering til en lav, kort rente med afdragsfrihed bidrog sammen med skattestoppet til de kraftige ejendomsprisstigninger.

De egenskaber, der karakteriserer den traditionelle realkredit, er navnlig med rentetilpasningslåne og mulighederne for afdragsfrihed ændret på afgørende punkter, selv om det stort set er sket inden for den traditionelle realkreditlovgivnings rammer.

Strukturen i den finansielle sektor er ændret væsentligt siden 1990. Omfattende bankfusioner førte til dannelsen af de to storbanker, Dan-

ske Bank og Unibank i 1990. Den sidstnævnte indgik senere i den nordiske bankkoncern, Nordea. Danske Bank forblev selvstændig, men foretog etableringer og opkøb uden for Danmark.

Udenlandske banker har – bortset fra svenske – kun i begrænset omfang etableret sig i Danmark.

Samarbejdet mellem realkreditte og pengeinstitutterne blev afgørende ændret i 1990'erne. Da pengeinstitutterne er den afgørende "fødekæde" for realkreditlån, blev ønsket om et tættere og mere formaliseret samarbejde stærkere, da konverteringerne og senere de nye låneformer øgede aktiviteten på realkreditområdet voldsomt. De to store banker, Danske Bank og Unibank, oprettede egne realkreditselskaber, mens Nykredit valgte at samarbejde med en række pengeinstitutter.

Nationalbankloven er en usædvanlig gammel lov – fra 1936. I loven og det tilhørende Reglement bestemmes det, at det er bankens direktion, der fastsætter renten. Direktionens uafhængighed sikres desuden ved, at en direktør ikke vilkårligt kan afskediges før 70-års alderen.

I Maastricht-traktaten bestemmes det, at EU-landenes centralbanker skal være uafhængige, også selv om det pågældende land ikke deltager i euro-samarbejdet. Det var erfaringerne fra Tyskland med Bundesbanks uafhængighed, der blev afgørende for traktatens regler.

I 1998 blev der i EMI-Rådet foretaget en evaluering af uafhængigheds-spørgsmålet. De to nævnte bestemmelser i den danske Nationalbanklov betød, at Danmarks Nationalbank blev vurderet som uafhængig, og at Danmark følgelig ikke behøver at ændre loven, medmindre vi skal deltage i eurosamarbejdet.

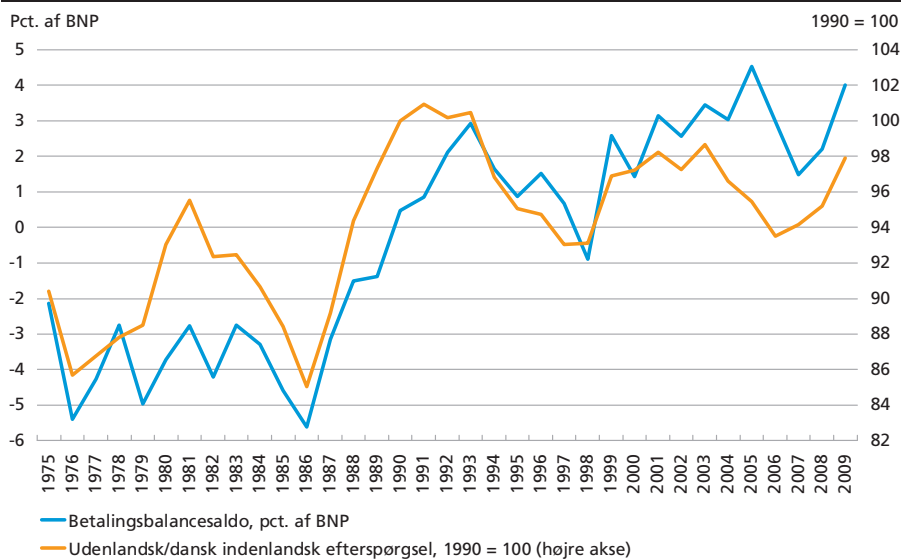
Nationalbankens direktion fastlægger bankens rentesatser. Men det er klart, at selve valget af pengepolitisk regime ikke alene er en sag for Nationalbanken. Valutapolitikken er regeringens ansvar og føres efter forhandling med Nationalbanken. Valutapolitikken indretning har imidlertid helt afgørende betydning for rentepolitikken.

Det er klart, at valget af fastkursregime lægger klare begrænsninger på Nationalbankens rentepolitik. Men inden for det valgte system, er det bankens direktion, der har ansvaret for indretningen af rente- og interventionspolitikken.

Cementeringen af fastkurspolitikken siden 1980'erne har også betydet, at skiftende regeringer ikke har følt behov for at anfægte Nationalbankens rentepolitiske dispositioner. Den fælles målsætning om at fastholde kronekursen har medført, at politikerne anser Nationalbankens rentefastsættelse som et middel til at realisere den valutapolitiske målsætning.

BILAG 1: FIGURER

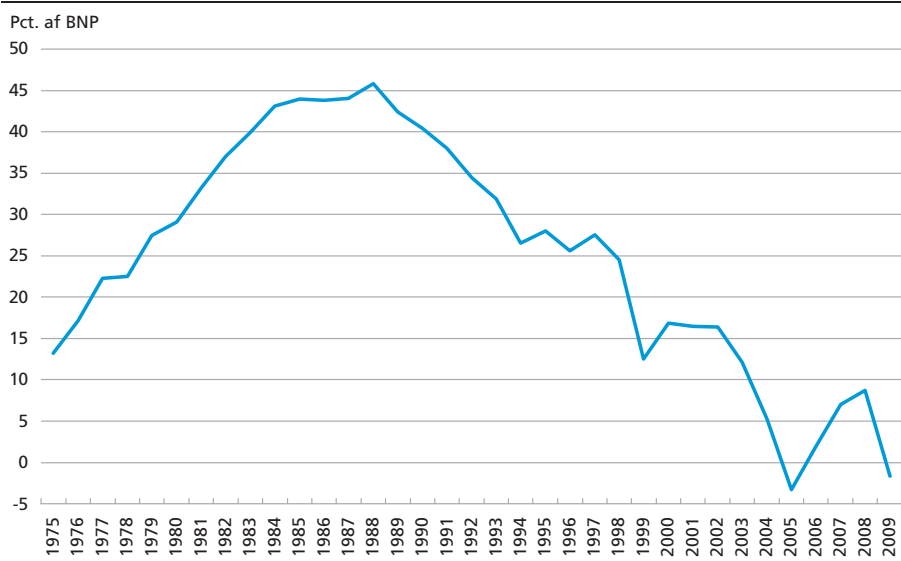
RELATIV EFTERSPØRGSEL OG SALDOEN PÅ BETALINGSBALANCEN 1975-2009 Figur 1



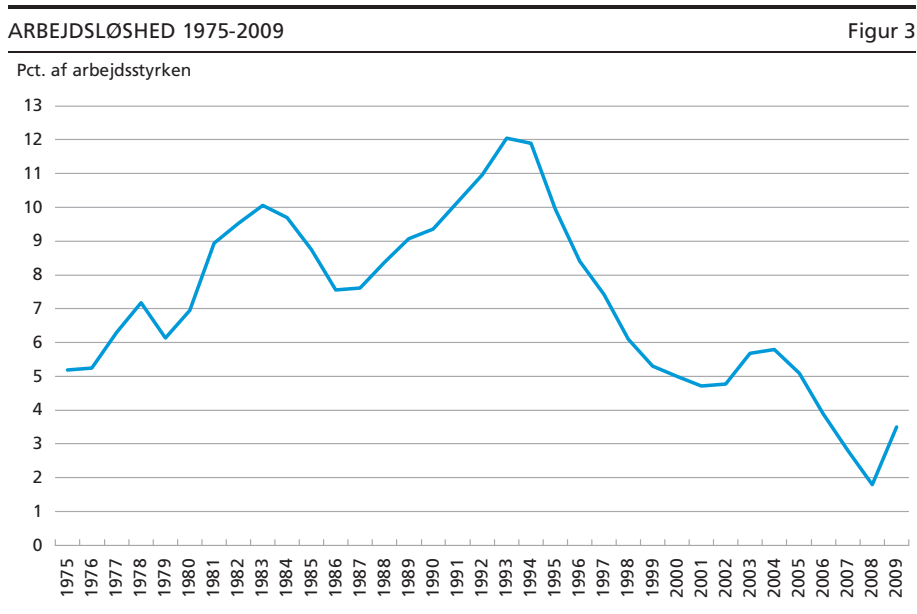
Anm.: Betalingsbalancens løbende poster er opgjort som nationalregnskabets nettofordringserhvervelse over for udlandet. Relativ efterspørgsel er beregnet som indenlandsk efterspørgsel i OECD-lande sammenvæjet med vægtene i det effektive kronkursindeks sat i forhold til dansk indenlandsk efterspørgsel.

Kilde: Danmarks Statistik og OECD.

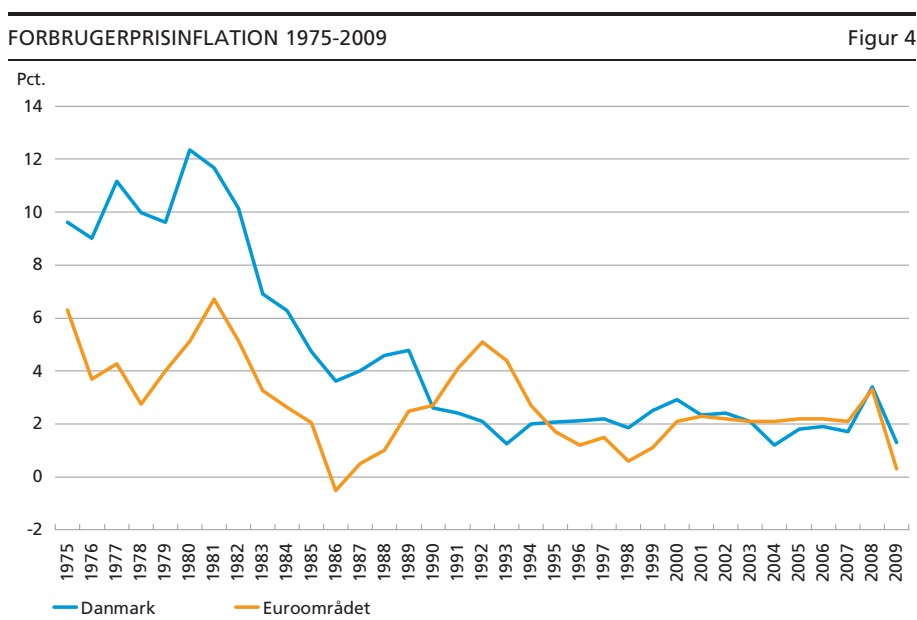
DANMARKS UDLANDSGÆLD 1975-2009 Figur 2



Kilde: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik.

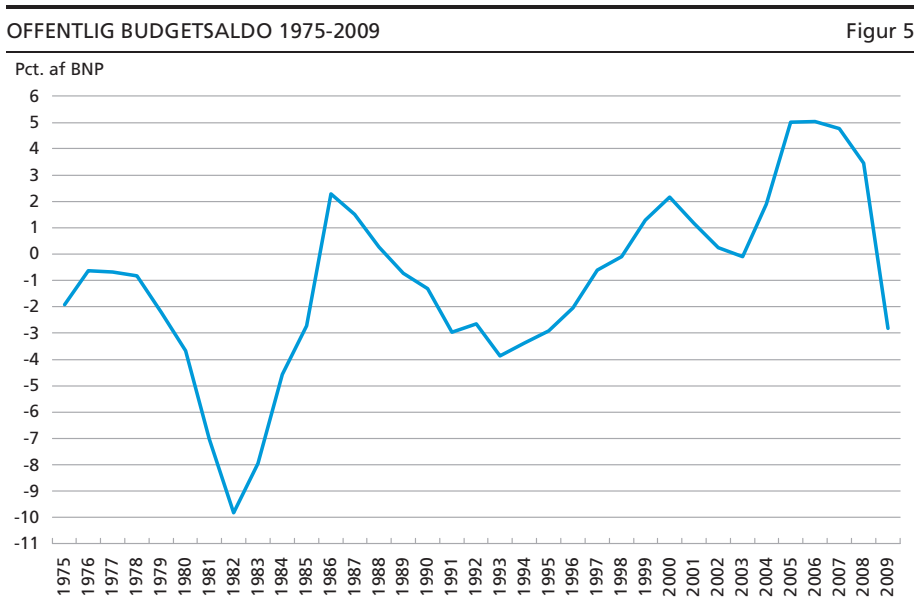


Kilde: Danmarks Statistik.

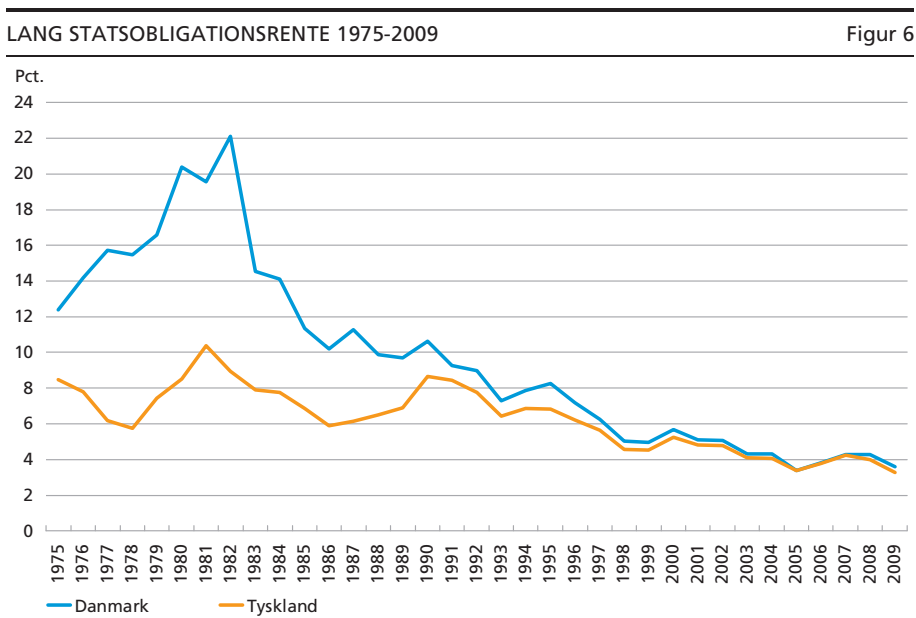


Anm.: Inflation i euroområdet dækker inflation i Vesttyskland 1975-89 og Tyskland 1990-98.

Kilde: Danmarks Statistik, ECB og OECD.



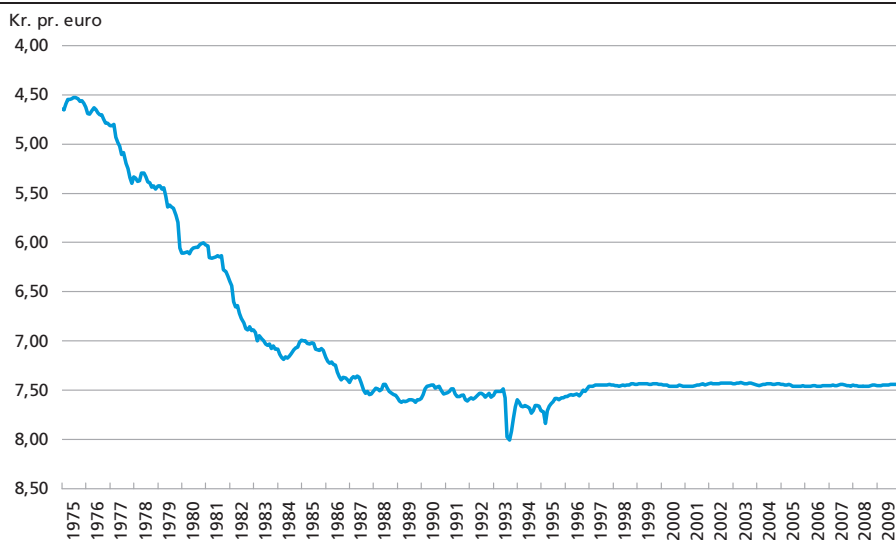
Kilde: Danmarks Statistik.



Anm.: Statsobligationsrenten i Tyskland dækker Vesttyskland 1975-89.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

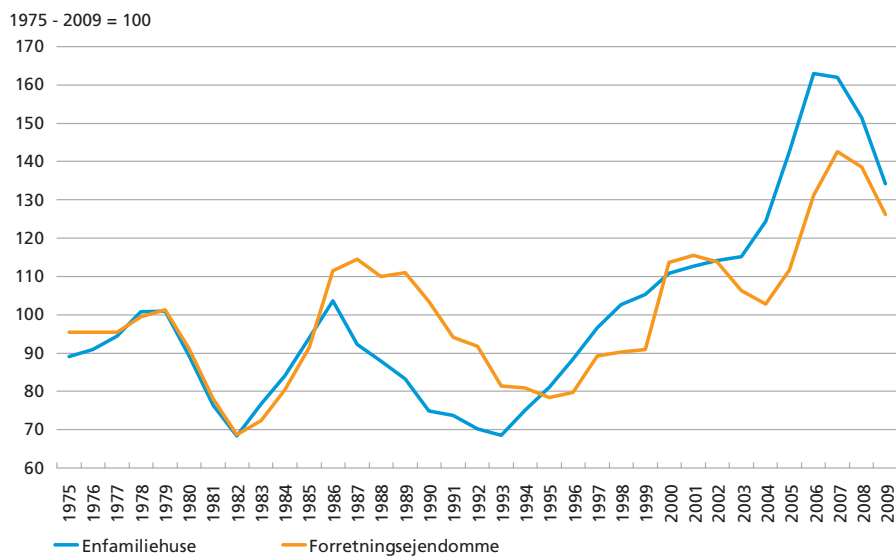
BILATERAL KRONEKURS OVER FOR D-MARK (1975-98) OG EURO (1999-2009) Figur 7



Anm.: Før 1999 er anvendt en syntetisk kronkurs over for euro beregnet ud fra kronkursen over for D-mark og den pr. 1. januar 1999 fastlåste omregningskurs mellem euroen og D-marken.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

REALE EJENDOMSPRISER 1975-2009 Figur 8



Anm.: Årsgennemsnit. De reale ejendomspriser er opgjort som ejendomspriser i forhold til byggeomkostningerne. Som indeks for byggeomkostninger er anvendt prisdeflatoren for boliginvesteringer. Prisudviklingen for forretningsejendomme dækker rene forretningsejendomme siden 1980 og blandede beboelses- og forretningsejendomme før 1980.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik og Told & Skat.

BILAG 2: CITATER FRA BERETNINGEN FRA NATIONALBANKENS DIREKTION 1990-2005

"Stabiliseringen af pris- og omkostningsudviklingen og elimineringen af underskuddet på betalingsbalancens løbende poster betyder, at grundlaget for en balanceret vækst i den danske økonomi er bedre, end det har været i mange år. Hvis væksten skal føre til en varig reduktion af den for høje arbejdsløshed, er det imidlertid afgørende, at det skabte råderum udnyttes med stor påpasselighed ... Hvor langt man kan nå, vil bl.a. afhænge af, hvilke strukturforbedringer der kan gennemføres på arbejdsmarkedet ... Det er ... afgørende, at de offentlige finanser holdes i ligevægt..." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1990, side 7).

"Fastholdelse af den gunstige udvikling i konkurrenceevnen er det nødvendige grundlag for øget vækst ... erfaringen har vist, at en stimulering af den indenlandske efterspørgsel uundgåeligt medfører balanceproblemer i økonomien." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1991, side 7).

"Mange års fastkurspolitik har bidraget afgørende til stabiliteten i dansk økonomi, hvilket ikke bør sættes i skyggen af kortvarige ulemper ved vore handelspartners devalueringer. Jo bedre det lykkes at fastholde de senere års moderate omkostningsudvikling, desto hurtigere vil produktion og beskæftigelse kunne forøges." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1992, side 8).

"Fra et dansk synspunkt var det utilfredsstillende, at der blandt de større lande ikke var tilstrækkelig politisk vilje til at imødegå krisen inden for det bestående regelsæt, så meget mere som der var opnået en høj grad af konvergens blandt de tilbageværende lande i det snævre bånd – kernelandene. Der var også enighed om, at de indbyrdes valutakurser var i overensstemmelse med de fundamentale forhold, hvilket den efterfølgende udvikling har bekræftet.

Målsætningen for dansk valutakurspolitik er derfor fortsat stabile kursrelationer i forhold til de hidtidige kernelande. Uden det sikkerhedsnet, som de snævre udsvingsgrænser repræsenterede, stilles der imidlertid øgede krav til, at valutakurspolitikken understøttes af en stabilitetsorienteret økonomisk politik." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993, side 7).

"Hvis en stabil prisudvikling skal være forenelig med økonomisk vækst og fortsat nedbringelse af arbejdsløsheden, forudsætter det tillige et

velfungerende arbejdsmarked og en sund udvikling på de offentlige finanser." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1994, side 8).

"Reallønnen kan fastholdes ved lave nominelle lønstigninger, og lønudviklingen må fastlægges ud fra hensynet til konkurrenceevnen. ... Den finanspolitiske linje er afgørende for at fastholde den lave inflation og rente og sikre valutakurspolitikken." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1995, side 10).

"En bevarelse af konkurrenceevnen over for udlandet er betinget af, at lønudviklingen afdæmpes på linje med udviklingen hos vore samhandelspartnere. ... Behovet for en stram finanspolitik understøttes af hensynet til at fastholde betalingsbalanceoverskuddet." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1996, side 9-10).

"Alligevel tegner faresignalerne sig nu tydeligere: Kapacitetsudnyttelsen er høj, lønningerne stiger fortsat for stærkt, og betalingsbalancen er svækket. Dette skærper kravene til den økonomiske politik. ... I en situation med længerevarende højkonjunktur og lav ledighed er et beskedent overskud ikke tilstrækkeligt til at stabilisere udviklingen. Det er vigtigt at udnytte de gunstige konjunkturer til yderligere konsolidering. ..." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1997, side 9-10).

"Hvis konkurrenceevnen over for euroområdet skal bevares, er der kun plads til små lønstigninger i de kommende år. ... Siden 1995 har de samlede monetære forhold haft en klar ekspansiv virkning på den indenlandske økonomi. Det øger kravet til en stram finanspolitisk linje. Den planlagte stramning af finanspolitikken for 1998 ser ikke ud til at være blevet realiseret. Dermed fortsætter de senere års tendens, hvor de finanspolitiske stramninger blev mindre end fastlagt i finansloven." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998, side 16-17).

"De høje danske lønstigninger kan skabe problemer for den danske konkurrenceevne og målsætningen om prisstabilitet. Det er derfor vigtigt, at afdæmpningen i lønudviklingen fortsætter. ... De finansielle forhold er fortsat lempelige, hvilket skærper kravet til fastholdelse af de finanspolitiske mål." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1999, side 16-17).

"I marts 2000 blev der udskrevet en folkeafstemning om dansk tilslutning til den fælles europæiske valuta, euroen. ... Efter folkeafstemningen, der resulterede i et nej, har Nationalbanken lagt vægt på, at fast-

kurspolitikken fortsætter uændret inden for rammerne af EU's valuta-kursarrangement, ERM2. ... Arbejdsmarkedet er stramt, og stigningen i priser og lønninger er i overkanten af pris- og lønstigningstakten i euroområdet. Med udsigt til forholdsvis stærk vækst i det offentlige forbrug i 2001 er der ikke råderum til en yderligere lempelse af finanspolitikken i de kommende år." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000, side 11 og 16).

"Lønstigningstakten er lidt højere end euroområdet, og der er risiko for, at lønstigningerne vil forblive høje, og konkurrenceevnen dermed forværres. Det er nødvendigt at lette presset på arbejdsmarkedet ved at sikre øget tilgang til arbejdsstyrken og en bedre udnyttelse af ledige resurser. ... Et solidt overskud på de offentlige finanser betyder også, at der er plads til at lade de automatiske stabilisatorer modvirke et eventuelt fremtidigt konjunkturtilbageslag." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2001, side 15).

"Der er ikke behov for at stimulere dansk økonomi ved en mere lempelig finanspolitik. De meget lave renter indebærer, at de finansielle forhold er meget ekspansive og giver en betydelig stimulans til forbrug og investering i den kommende tid." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2002, side 13).

"... på længere sigt vil den stigende andel af ældre trække i retning af øgede udgifter og lavere skatteindtægter. Fastholdelse af en mellemfristet orientering af finanspolitikken med fokus på gældsafvikling og vækst i den private beskæftigelse er derfor påkrævet. ... Det er nødvendigt, at tilgangen til arbejdsstyrken forøges, og at konkurrenceevnen forbedres." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2003, side 13-14).

"De danske timelønsomkostninger er blandt de højeste i verden, og i et fremadrettet perspektiv vil globaliseringen til stadighed stille store krav til innovations- og omstillingsevne, hvis danske virksomheder skal forblive konkurrencedygtige." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2004, side 13).

"... der er fortsat risiko for overophedning. Hvis den positive udvikling skal opretholdes, må finanspolitikken ikke bidrage til at øge efterspørgslen. ... Da overskuddet til dels har en midlertidig karakter, og da der er stigende kapacitetsproblemer på arbejdsmarkedet, bør overskuddet udelukkende anvendes til at nedbringe den offentlige gæld. ... Der er

ikke indtil nu registreret tiltagende lønstigninger, men arbejdsmarkedet bør følges med stor årvågenhed." (Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2005, side 13).

KAPITEL 1

Valutasamarbejde og valutakriser – Del I:
Kronen i D-markblokkenDET EUROPÆISKE VALUTASAMARBEJDE, ERM¹

Det europæiske valutasamarbejde, ERM, byggede videre på "Slangesamarbejdet". Valutaslangen var blevet oprettet ved et møde i Basel i april 1972 af de 6 oprindelige EF-lande (Tyskland, Frankrig, Italien, Holland, Belgien og Luxembourg) kort efter Bretton Woods-systemets sammenbrud. Storbritannien, Irland og Danmark tilsluttede sig systemet i maj 1972, men både Storbritannien og Irland forlod samarbejdet igen allerede måneden efter. Ambitionen om at skabe et fastkurssamarbejde mellem alle EF-landene måtte derfor hurtigt opgives.

I valutaslangen kunne deltagerlandenes valutaer højst svinge med +/- 2,25 pct. over for hinanden.² Systemet indeholdt endvidere regler for intervention, ligesom centralbankerne skulle yde hinanden uindskrænkede kortfristede kreditter ved intervention på grænserne for udsvingsbåndet.³

Slangesamarbejdet var i sin levetid fra 1972 til 1978 præget af hyppige kursjusteringer og skift i deltagerkredsen, jf. boks 1.1. Valutaslangen endte derfor i praksis med at være en blok omfattende Benelux-landene, Norge, Danmark og Tyskland med den tyske D-mark som anker valuta. I D-markblokken var den tyske økonomiske politik afgørende,

¹ ERM-systemets indretning og udviklingen heri frem mod 1990 er nærmere behandlet i Jens Thomsen, *Det europæiske monetære samarbejde*, Handelshøjskolens Forlag, 1990; Finn Østrup, *The Development of the European Monetary System*, DJØF Publishing, 1992; Daniel Gros og Niels Thygesen, *European Monetary Integration*, Longman, 1992; Jens Pagter Kristensen, Thomas Alslev Christensen og Gitte Wallin Pedersen, *Europæisk monetært samarbejde – fra EMS til ØMU*, Handelshøjskolens Forlag, 1998; side 219-241 i Helmut Schmidt, *Die Deutschen und ihre Nachbarn. Menschen und Mächte II*, Siedler Verlag, 1990; samt side 166-170, 249-256 og 321-329 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

² De 2,25 pct. var udtryk for et kompromis. Holland og Belgien videreførte en tidligere indgået aftale om at begrænse udsvingene mellem belgiske franc og hollandske gylde til 1,5 pct. Fra april 1972 til marts 1973 var valutaslangen bundet til dollaren inden for rammerne af Smithsonian-aftalen fra december 1971, som tillod udsving omkring dollarpariteterne på +/- 2,25 pct. Valutaslangen blev derfor oprindeligt betegnet som "slangen i tunnelen". Efter sammenbruddet af Smithsonian-aftalen i marts 1973 ophørte denne blokflydning over for dollaren ("slangen uden tunnel"), jf. side 167 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

³ Jf. side 167 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

DELTAGERE I SLANGESAMARBEJDET 1972-1978		Boks 1.1
	Indtræden (genindtræden)	Udtræden (genudtræden)
Tyskland	24. apr. 1972	
Frankrig	24. apr. 1972 (10. jul. 1975)	19. jan. 1974 (15. mar. 1976)
Italien	24. apr. 1972	13. feb. 1973
Holland	24. apr. 1972	
Belgien/Luxembourg ¹	24. apr. 1972	
Storbritannien/Irland ² ...	1. maj 1972	23. juni 1972
Danmark	1. maj 1972 (10. okt. 1972)	27. juni 1972
Norge	23. maj 1972	12. dec. 1978
Sverige	19. mar. 1973	29. aug. 1977

¹ Frem til indførelsen af euroen 1. januar 1999 var luxembourgske francs knyttet til belgiske francs.

² Frem til 13. marts 1979 var det irske pund knyttet til det britiske pund.

Kilde: Jens Thomsen, *Det europæiske monetære samarbejde*, Handelshøjskolen Forlag, 1990.

og de mindre EF-lande opfattede det som en nødvendighed at indrette deres økonomiske politik herefter.¹

Frankrig var af politiske årsager interesseret i at genindtræde i et fast-kurssystem. Det blev opfattet som en forudsætning for at realisere de tanker om en Økonomisk og Monetær Union, ØMU, i EF, der var kommet på dagsordenen igen i 1977², jf. kapitel 7. I foråret 1978 lancerede den tyske forbundskansler, Helmut Schmidt, og den franske præsident, Giscard d'Estaing, ideen om et Europæisk Monetært System, EMS, hvis kerne skulle være et forstærket europæisk valutasamarbejde (European Exchange-Rate Mechanism, ERM).

Frankrig var dog ikke indstillet på at spille samme perifere rolle i forhold til D-mark som de mindre EF-lande i D-markblokken. Der var derfor blevet udfoldet store bestræbelser på at gøre det nye valutasamarbejde symmetrisk. Tanken var, at et land, som afveg fra gennemsnittet, måtte foretage tilpasninger af sin økonomiske politik via interventioner, renteændringer, valutakurstilpasninger eller andre økonomisk-politiske tiltag (såsom finans- og strukturpolitik). På belgisk initiativ – og med støtte fra bl.a. Frankrig – blev der konstrueret en særlig "divergensindikator", som skulle gøre det muligt at udpege den eller de valutaer, som afveg fra gennemsnittet, og som derfor skulle foretage tilpasningen. I praksis kom divergensindikatoren dog aldrig til at spille nogen rolle i systemets dagligdag eller ved kursjusteringerne i systemet, sådan som Frankrig formentlig havde håbet på, og systemet forblev orienteret mod D-marken.

¹ Jf. side 103-108 i Erik Hoffmeyer, *Pengepolitiske problemstillinger 1965-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

² Jf. Niels Bartholdy og Jens Thomsen, *Euroen 2002*, Danmarks Nationalbank, *Kvartaloversigt*, 1. kvartal 2002.

ERM begyndte sit virke den 13. marts 1979. ERM var opbygget som et symmetrisk multilateralt system, hvor der for hver af de deltagende valutaer var aftalt bilaterale centralkurser med tilhørende udsvingsbånd over for hver af de øvrige valutaer i systemet. Tyskland, Frankrig, Holland, Belgien-Luxembourg, Irland og Danmark deltog i ERM med de snævre udsvingsbånd på +/- 2,25 pct. omkring centralkurserne, mens Italien deltog med de brede udsvingsbånd på +/- 6 pct. Grænsen for, hvor svag en valuta kunne blive i forhold til den fastsatte centralkurs (-2,25 pct. eller -6 pct.), blev betegnet den "nedre interventionsgrænse". På tilsvarende vis udgjorde grænsen for, hvor stærk en valuta kunne blive i forhold til centralkursen (+2,25 pct. eller +6 pct.), den "øvre interventionsgrænse". Hvis en valuta nåede den bilaterale båndgrænse over for en anden valuta, var de to valutaers centralbanker forpligtet til automatisk at foretage ubegrænset intervention ved at opkøbe den svage valuta og sælge den stærke.¹

ERM-systemet indeholdt en aftale om gensidig ydelse af ubegrænset interventionskredit i tilfælde af intervention på udsvingsgrænserne. Dog havde den Den Tyske Forbundsbank som en betingelse for sin deltagelse i ERM fået forsikringer fra den tyske regering om, at banken kunne suspendere sine interventionsforpligtelser, såfremt interventionerne skulle komme i fundamental konflikt med hensynet til den tyske pengepolitik.² Påvirkningerne af den tyske pengemængde (M3) fra interventioner og interventionskreditter var da også et spørgsmål, som Den Tyske Forbundsbank gentagne gange vendte tilbage til i forbindelse med ERM-samarbejdet.

Der var mulighed for at foretage justeringer af centralkurserne i ERM – efter fælles aftale mellem deltagerlandenes ministre, centralbankchefer og EF-Kommissionen – såfremt centralkurserne ikke blev vurderet til at være i overensstemmelse med de fundamentale økonomiske forhold. Denne procedure skulle understøtte systemets troværdighed ved at sikre, at centralkursændringer kun blev foretaget i enighed og efter grundige overvejelser.

En særlig kompliceret problemstilling i valutasamarbejdet vedrørte de ("grønne") kurser, som skulle anvendes i forbindelse med omregningen af EF's fælles landbrugspriser til nationalvaluta og de hertil knyttede

¹ I princippet kunne man således forestille sig, at én valuta befandt sig i toppen af båndet over for hver af alle de øvrige valutaer i systemet. I denne tænkte situation ville alle centralbankerne i ERM være forpligtet til at intervenere. Den normale situation var i praksis dog, at der kun var nogle ganske få centralbanker ad gangen involveret i interventioner på båndgrænserne.

² Jf. side 130-131 i Erik Hoffmeyer, *The International Monetary System: An Essay in Interpretation*, North-Holland, 1992.

monetære udligningsbeløb. Uenighed om principperne herfor medførte en udsættelse af iværksættelsen af ERM i 1979 med godt to måneder.¹

De første år af ERM-samarbejdet var præget af hyppige kursjusteringer, jf. appendiks 1.A. Det tydede ikke på, at man havde opnået nogen større valutastabilitet. I praksis lignede samarbejdet en uændret videreførelse af Slangesamarbejdet med en lidt bredere deltagerkreds. Der var således de facto stadig tale om en D-markblok, selv om der ved kursjusteringerne blev lagt megen vægt på, hvorledes de skulle præsenteres. Det bidrog til at opretholde en illusion om symmetri i systemet, som skulle afbøde noget af den misfornøjelse, som der navnlig kunne være fra fransk og italiensk side. Utilfredsheden gik på, at det altid var de "svage" valutaer, der blev afkrævet en økonomisk-politisk tilpasning, mens det aldrig var den "stærke" (eksempelvis D-marken), som skulle sørge for tilpasning til de øvrige valutaer via rentenedsættelser.

På Det Europæiske Råds møde i Milano i juni 1985, hvor hovedemnet var det indre marked og Den Europæiske Fælles Akt, opfordrede EF's stats- og regeringschefer til, at arbejdet med udbygningen af EMS blev fortsat. Det førte til Basel-Nyborg-aftalen, der blev drøftet og offentliggjort ved det uformelle møde i Ecofin-Rådet² i Nyborg i september 1987.³ Her blev den hidtidige forståelse af spillereglerne i ERM konfirmeret og formaliseret:

- Alle lande skulle søge at holde deres valuta inden for båndgrænserne gennem intervention inden for båndgrænserne (intramarginal intervention) og renteændringer.
- Desuden skulle systemets båndbredde udnyttes, så valutaspekulation var forbundet med usikkerhed om de fremtidige valutakursbevægelser.
- Valutakursstabilitet i ERM forudsatte, at deltagerlandene generelt førte en stabilitetsorienteret økonomisk politik.

¹ Under Slangesamarbejdet var de garanterede priser i EF's landbrugsordninger fastsat i en kurv af medlemslandenes valutaer (den europæiske monetære regningsenhed, EMRE). For at undgå, at daglige kursudsving influerede på landbrugspriserne i national valuta, blev landbrugspriserne omregnet til national valuta via de såkaldte "grønne valutakurser". De grønne valutakurser blev som udgangspunkt ikke ændret ved kursjusteringer i Slangesamarbejdet. Hvis et land devaluerede - og de garanterede landbrugspriser i national valuta blev holdt uændrede i alle EF-landene - havde landmænd i det devaluerende land alt andet lige et incitament til at eksportere landbrugsvarer til andre EF-lande frem for at afsætte dem på hjemmemarkedet. Omvendt havde landmænd i et revaluerende land et incitament til at afsætte på hjemmemarkedet frem for at eksportere til andre EF-lande. Systemet med monetære udligningsbeløb sigtede mod at udligne dette forhold. De monetære udligningsbeløb bestod af afgifter eller tilskud ved en grænsepassage inden for EF, jf. side 134-139 i Jens Thomsen, *Det europæiske monetære samarbejde*, Handelshøjskolens Forlag, 1990.

² EF's (og senere EU's) Ministerråd bestående af økonomi- og finansministre. Ved de uformelle Ecofin-Rådsmøder deltager medlemslandenes økonomi- og finansministre samt centralbankchefer. Det uformelle består i, at der ikke træffes retsligt bindende beslutninger.

³ Jf. side 27-28 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1987; og Henning Dalgaard, *The Exchange Rate Mechanism after the Basel-Nyborg Agreement*, publiceret i Age Bakker, Henk Boot, Olaf Sleijsen og Wim Vanthoor (eds.), *Monetary Stability through International Cooperation. Essays in Honour of André Szász*, Kluwer Academic Publishers, 1994 (optrykt på side 47-58 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, August 1994).

- Endelig blev mulighederne for finansiering af interventioner forbedret. Løbetiden af de ubegrænsede og automatiske kreditter til finansiering af interventioner på udsvingsgrænserne blev forlænget, ligesom mulighederne for forlængelse af kreditterne blev udvidet (om end kvotering stadig blev opretholdt). Endvidere blev mulighederne for at opnå finansiering af intramarginale interventioner forbedret.¹ Sidstnævnte skulle ses i lyset af, at disse interventioner efterhånden var blevet dominerende i ERM sammenlignet med interventioner på båndgrænserne.

Fra midten af 1980'erne blev den økonomiske politik i en række lande, herunder Danmark og Frankrig, efterhånden orienteret mod den stabilitet, som var forenelig med at opretholde en stabil valutakurs i forhold til D-marken. Det skabte mere ro i ERM. Fra januar 1987 til udbruddet af valutakriserne i 1992 var der ingen ændringer af centralkurserne i ERM – bortset fra en enkelt justering af den italienske lire i januar 1990 i forbindelse med, at udsvingsgrænserne for lire blev indsnævret fra +/- 6 pct. til +/- 2,25 pct.² I henholdsvis juni 1989, oktober 1990 og april 1992 indtrådte endvidere Spanien, Storbritannien og Portugal i valutasamarbejdet med de brede udsvingsbånd på +/- 6 pct. Hermed deltog alle EF-lande bortset fra Grækenland i valutakurssamarbejdet. Valutastabiliteten i ERM blev dog i årene efter 1987 i høj grad opnået via høje rentespænd i forhold til Tyskland, jf. tabel 1.1. Det afspejlede manglende konvergens i inflationsraterne.

Roen i ERM skabte tillid til, at fastkurspolitikken hvilede på et solidt fundament. Det gav nyt liv til tanken om at realisere planerne om en Økonomisk og Monetær Union inden for EF. ØMU-processen fik for alvor nyt momentum i kraft af Delors-komiteens arbejde i 1988 og 1989, jf. kapitel 7. Den udbredte tillid til kursrelationerne mellem ERM-valutaerne var ledsaget af en forventning om en hurtig etablering af ØMU'en. Restriktioner på kapitalbevægelserne var i de fleste EF-lande blevet ophævet med virkning fra 1. juli 1990³ samtidig med indledningen

¹ Kreditter til finansiering af intramarginale interventioner kunne dog ikke opnås automatisk, og debitorlandet skulle forud have vist villighed til at anvende egne valutaeserver til interventionen. Endvidere kunne kreditorlandet kræve tilbagebetaling i egen valuta. Herved blev kreditorlandet ikke udsat for samme risiko for tab som i forbindelse med interventionskreditter ydet til finansiering af intervention på båndgrænserne, hvor kreditterne var denomineret i ecu (European Currency Unit). Ecu var en såkaldt valutakurv sammensat af faste mængder af hver af EF-landenes valutaer, jf. Jens Thomsen, SDR og ECU, *Juristen & Økonomen*, 1981. Vægtene i kurven afspejlede landenes økonomiske betydning og blev frem til Maastricht-traktatens ikrafttrædelse revideret med jævne mellemrum. Ecu var ligeledes navnet på den fælles valuta i planerne for den 3. fase af den Økonomiske og Monetære Union i EF frem til 1995, hvorefter den fælles valuta fik navnet euro.

² Justeringen blev gennemført ved, at den ene båndgrænse forblev uændret.

³ Ved udgangen af 1992 havde alle medlemslandene ophævet kapitalrestriktionerne i overensstemmelse med fællesskabslovgivningen på nær Grækenland, som havde en undtagelse frem til 1994, jf. side 15 i Komiteen af direktionsformænd for centralbankerne i det Europæiske Fællesskabs medlemsstater, *Årsberetning*, 1992; og side 20 i Det Europæiske Monetære Institut, *Årsberetning*, 1994.

KORT RENTESPÆND I FORHOLD TIL TYSKLAND 1987-91

Tabel 1.1

Procentpoint	1987	1988	1989	1990	1991
Danmark	6,1	4,2	2,5	2,4	0,4
Belgien	2,9	2,3	1,4	1,2	0,0
Luxembourg	2,7	2,8	2,9	1,2	-0,2
Holland	1,2	0,4	0,2	0,0	-0,1
Frankrig	4,4	3,6	2,2	1,7	0,2
Irland	6,8	3,5	2,5	2,6	1,1
Italien	6,8	6,5	4,9	3,0	2,2
Spanien	10,4	6,4	6,3	5,9	3,3
Storbritannien	5,2	5,5	6,2	5,6	1,5
Portugal	9,6	8,0	5,6	4,6	6,2

Anm.: Årsgennemsnit.

Kilde: Danmarks Nationalbank og IMF.

af den 1. fase af ØMU'en, og i oktober 1990 vedtog Det Europæiske Råd at iværksætte ØMU'ens 2. fase med virkning fra januar 1994. I december 1991 godkendte Det Europæiske Råd endvidere Maastricht-traktaten, der skulle danne grundlag for gennemførelsen af ØMU'ens 3. fase med uigenkaldeligt fastlåste valutakurser mellem medlemslandene.

Der var ligeledes tegn på konvergens mod det fælleseuropæiske valutasamarbejde hos flere lande uden for EF. Den østrigske schilling havde i en lang årrække fulgt D-marken tæt, og i løbet af 1990 og 1991 havde Norge, Sverige og Finland alle foretaget en ensidig tilknytning af deres valuta til ecu. Ovennævnte lande havde ligeledes tilkendegivet at ville søge optagelse i EF. Tiltrædelsesforhandlinger med Østrig, Finland og Sverige blev indledt i Bruxelles i februar 1993 og med Norge i april 1993.

VALUTAKRISERNE I 1992-93¹

Roen i valutasamarbejdet blev i efteråret 1992 afløst af nogle år med voldsom turbulens på de europæiske valutamarkeder og krise i valutasamarbejdet, jf. boks 1.2.

¹ Valutakriserne i 1992-93 er mere detaljeret beskrevet på side 14-19, 31-36 og 43-44 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1992 og side 14-21, 30-33 og 39-42 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993. Yderligere analyser og vurderinger findes i Jørn H. Kjær, Valuta- og renteutviklingen siden valutakrisen, *Økonomi & Politik*, vol. 66(3), 1993; Finn Østrup, Valutapolitik og økonomisk aktivitet, *Økonomi & Politik*, vol. 66(3), 1993; Peter Wendt, Valutasamarbejdet: Sammenbrud eller nybrud?, *Økonomi & Politik*, vol. 66(3), 1993; Claus Vastrup, Dansk økonomisk politik i lyset af den europæiske udvikling, *Økonomi & Politik*, vol. 66(3), 1993; Svend Erik Hougaard Jensen og Christian Motzfeldt, Har ØMU'en overhovedet en fremtid?, *Økonomi & Politik*, vol. 66(3), 1993; Erik Hoffmeyer, Aktuel dansk valutapolitik, Indlæg på Børsens valutakonference 28. oktober 1993 (optrykt på side 18-22 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, November 1993); Bodil Nyboe Andersen, Valutaspekulanternes år, *Udenrigs*, nr. 3, 1993; Anders Møller Christensen og Jacob Topp, Monetary policy in Denmark since 1992, publiceret i Monetary policy in the Nordic countries: Experiences since 1992, *BIS Policy Papers*, nr. 2, 1997; samt Willem H. Buiter, Giancarlo Corsetti og Paolo A. Pesenti, *Financial Markets and European Monetary Cooperation. The Lessons of the 1992-93 Exchange Rate Mechanism Crisis*, Cambridge University Press, 1998.

KRONOLOGISK FORLØB AF VALUTAKRISERNE 1992-93	Boks 1.2
14. november 1991 Den finske mark blev devalueret med godt 12 pct.	
8. september 1992 Den finske marks ensidige tilknytning til ecu blev opgivet, og marken blev gjort flydende.	
14. september 1992 Den italienske lire blev nedskrevet med 7 pct.	
17. september 1992 Storbritannien besluttede at forlade ERM og lade pundet flyde. Samtidig besluttede Italien midlertidigt at undlade at intervenere på valutamarkederne, og spanske pesetas blev devalueret med 5 pct.	
19. november 1992 Den svenske kronens ensidige tilknytning til ecu blev opgivet, og kronen blev gjort flydende.	
23. november 1992 Portugisiske escudos og spanske pesetas blev devalueret med 6 pct.	
10. december 1992 Den norske kronens ensidige tilknytning til ecu blev opgivet, og kronen blev gjort flydende.	
1. februar 1993 Det irske pund blev devalueret med 10 pct.	
14. maj 1993 Spanske pesetas blev devalueret med 8 pct., og samtidig blev portugisiske escudos nedskrevet med 6,5 pct.	
2. august 1993 Interventionsgrænserne i ERM blev udvidet til +/- 15 pct. Holland og Tyskland indgik en bilateral aftale om at fastholde det hidtidige udsvingsbånd på +/- 2,25 pct. mellem D-marken og den hollandske gylden.	

Under valutauroen antog omfanget af interventioner i valutamarkedet til forsvar af kursrelationerne et niveau, der ikke var set tidligere i ERM-samarbejdets historie, jf. tabel 1.2.

Optakten

Nedskrivningen af den finske mark med godt 12 pct. i november 1991 var den første større europæiske devaluering i en årrække. Valutakurs-

D-MARK-INTERVENTIONER I ERM-SYSTEMET 1979-93			Tabel 1.2
Mia. D-mark	På bånd- grænserne	Inden for bånd- grænserne	I alt
1979-91, gennemsnit pr. år:			
Køb	3,5	20,8	24,3
Salg	4,7	21,6	26,3
Nettokøb	-1,2	-0,8	-2,0
1992:			
Køb	-	75,1	75,1
Salg	63,7	199,7	263,4
Nettokøb	-63,7	-124,6	-188,3
1993:			
Køb	-	92,0	92,0
Salg	25,1	168,8	193,9
Nettokøb	-25,1	-76,8	-101,9
Memo:			
3. juni 1992 - 25. september 1992:			
Nettokøb	-63,7	-120,4	-184,2
18. november 1992 - 7. juli 1993:			
Nettokøb	-0,4	-32,8	-33,1
8. juli 1993 - 1. august 1993:			
Nettokøb	-24,7	-82,4	-107,0

Anm.: Interventioner mod D-mark foretaget af Den Tyske Forbundsbank eller andre centralbanker i ERM. Et salg betyder, at Den Tyske Forbundsbank og/eller andre centralbanker i ERM har foretaget støtteopkøb af andre ERM-valutaer ved brug af D-mark.

Kilde: Deutsche Bundesbank, *Annual Report*, 1990 og 1993.

justeringen kom på baggrund af en dyb recession i den finske økonomi i forbindelse med sammenbruddet i handlen med det tidligere Sovjetunionen og forværring af konkurrenceevnen som følge af kraftigt stigende omkostninger i de foregående år.

Selv om den finske situation var speciel, blev der også stillet spørgsmålstegn ved, om Finland havde valgt en for ambitiøs kurs, da man tidligere på året havde besluttet sig for den ensidige tilknytning til ecu. Svenske kroner kom under et forbigående pres i forbindelse med den finske devaluering, mens der fortsat var ro i det europæiske valutasamarbejde.

I efteråret 1992 blev valutasamarbejdet imidlertid udsat for et stærkt spekulativt pres. Forkastelsen af Maastricht-traktaten ved den danske folkeafstemning den 2. juni 1992 blev anledningen til en svækkelse af tilliden til ERM-pariteterne. Fremtiden for ØMU'en tegnede pludselig mere usikker. Troen på en hurtig og gnidningsløs bevægelse hen mod en fælles valuta blev yderligere rokket, da meningsmålinger viste uklarhed om, hvad resultatet ville blive ved den franske folkeafstemning i september 1992. Et fransk nej ville formentlig have gjort det nødvendigt at skrinlægge ØMU-planerne i en lang årrække.

KONVERGENSSITUATIONEN I ERM-LANDENE 1991

Tabel 1.3

	Dato for deltagelse i ERM	Udsvingsbånd, pct.	Inflation	Offentlig budget-saldo	Offentlig gæld	Obliga-tions-rente
			Pct.	Pct. af BNP		Pct.
Belgien	13. marts 1979	+/- 2,25	3,2	-6,4	129,4	9,3
Danmark	13. marts 1979	+/- 2,25	2,4	-1,7	66,7	9,3
Frankrig	13. marts 1979	+/- 2,25	3,1	-1,5	47,2	9,0
Holland	13. marts 1979	+/- 2,25	3,9	-4,4	78,4	8,8
Irland	13. marts 1979	+/- 2,25	3,2	-4,1	102,8	9,4
Luxembourg	13. marts 1979	+/- 2,25	3,1	2,0	6,9	9,3
Tyskland	13. marts 1979	+/- 2,25	3,5	-3,6	45,6	8,4
		+/- 6				
Italien	13. marts 1979	+/- 2,25	6,4	-9,9	101,2	11,3
Spanien	19. juni 1989	+/- 6	6,0	-3,9	45,6	12,5
Storbritannien	8. oktober 1990	+/- 6	5,9	-1,9	43,8	10,3
Portugal	6. april 1992	+/- 6	11,4	-5,4	64,7	14,6
Konvergenskrav....			4,4	-3,0	60,0	11,2

Anm.: Udsvingsbåndet for Italien blev indsnævret fra +/- 6 pct. til +/- 2,25 pct. fra 8. januar 1990. Konvergenskriterierne for overgangen til 3. fase er ifølge Maastricht-traktaten følgende: (a) Det offentlige budgetunderskud må som hovedregel ikke overstige 3 pct. af BNP, og den offentlige bruttogæld må som hovedregel ikke overstige 60 pct. af BNP. (b) Inflationen målt ved væksten i forbrugerpriserne i forhold til samme måned året før må i gennemsnit over en periode på et år forud for undersøgelsen ikke have været mere end 1,5 procentpoint højere end for de – højst tre – medlemslande, der har opnået de bedste resultater med hensyn til pristabilitet. (c) Renten for lange statsobligationer eller tilsvarende papirer må i gennemsnit for en periode på et år for undersøgelsen ikke have været mere end 2 procentpoint højere end for de – højst tre – medlemslande, der har opnået de bedste resultater med hensyn til pristabilitet. (d) Landet skal have overholdt de normale udsvingsmarginer inden for ERM i mindst to år uden alvorlige spændinger, herunder devaluering på eget initiativ.

Kilde: EF-Kommissionen og OECD.

I takt med den øgede usikkerhed om, hvorvidt ØMU-planerne ville blive realiseret, blev fokus på valutamarkedene rettet mod de fundamentale økonomiske forhold. Der var kun få af EF-landene, som kunne opfylde Maastricht-traktatens betingelser for overgang til 3. fase vedrørende inflation, offentlig budgetsaldo, offentlig gæld og lang rente, jf. tabel 1.3, og der blev sat spørgsmål ved enkelte landes konkurrenceevne på længere sigt og dermed de gældende valutakursers troværdighed.

Den svage økonomiske aktivitet i flere lande vanskeliggjorde en opstramning af finanspolitikken og gjorde i disse lande en lavere rente ønskelig. På et fortroligt møde i Paris den 26. august 1992 afviste finansministrene fra Storbritannien, Frankrig og Italien et forslag fra Den Tyske Forbundsbank om at justere centralkursen for især italienske lire og britiske pund. Den tyske finansminister indtog en neutral position.¹

Ved det efterfølgende uformelle Ecofin-møde i Bath den 4.-6. september 1992 blev der fra især britisk side presset på for at få en tysk rente-

¹ Jf. side 768 i Deutsche Bundesbank (red.), *Fifty years of the Deutsche Mark*, Oxford University Press, 1999.

nedsættelse. Den Tyske Forbundsbank fandt dog på baggrund af en – efter tyske forhold – utilfredsstillende høj inflationsudvikling efter genforeningen af Øst- og Vesttyskland ikke råderum for en lempelse af pengepolitikken. Det lange møde var præget af en meget dårlig stemning¹, der ikke virkede fremmende for valutasamarbejdets fremtid. Set i bakspejlet kom mødet i Bath til at udgøre et vendepunkt i samarbejdet.

Genforeningen af Øst- og Vesttyskland kunne ses som et konkret eksempel på det, der i den akademiske litteratur gik under betegnelsen et "asymmetrisk stød", da der var tale om et stød, som kun ramte et enkelt af landene i valutasamarbejdet. Genforeningen var ledsaget af nogle år med høj økonomisk vækst i Tyskland, men også en efter tyske forhold relativ høj inflation. Det skulle bl.a. ses på baggrund af, at den offentlige sektors omkostninger ved genforeningen ikke var fuldt skattefinansieret. Den høje tyske rente passede dårligt til konjunktursituationen i de øvrige lande i valutasamarbejdet.²

Randvalutaerne

Valutakrisen startede med "randvalutaerne". Svækkelse af tilliden til ERM-pariteterne efter det danske nej ved folkeafstemningen om Maastricht-traktaten den 2. juni 1992 kom i første omgang til at berøre den italienske lire, der i løbet af kort tid bevægede sig ned mod bunden af det snævre interventionsbånd. Renteforhøjelser og den nye regerings vedtagelse af en økonomisk krisepakke i slutningen af juli lettede dog presset på liren. Det britiske pund bevægede sig i løbet af juli ned mod interventionskursen i forhold til portugisiske escudos, og såvel den engelske som den portugisiske centralbank måtte intervenere, om end i beskedent omfang.³

Tilliden til den finske mark og den svenske kronas ensidige tilknytning til ecu blev svækket markant i sidste halvdel af august. I begge lande var der økonomisk krise med store og til dels strukturelle budgetunderskud, og i september 1992 blev den finske marks tilknytning til ecu opgivet, og marken blev gjort flydende. Det udløste et voldsomt pres mod den svenske krone og forstærkede usikkerheden om ERM-pariteterne. Det var ret åbenlyst, at de fundamentale økonomiske forhold i Italien ikke var på plads, og i midten af september 1992 blev liren nedskrevet med 7 pct. Det var en løsning, der kun viste sig at holde et par dage. Markedet var ikke blevet overbevist af den italienske devaluering, og spekulationen mod liren blussede op på ny samtidig med, at der opstod pres mod de tre valutaer i det brede bånd (dvs. britiske pund, span-

¹ Jf. side 144 ff. i Bernard Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, London: Faber and Faber, 1995.

² Jf. Daniel Gros, *The long shadow of the fall of the wall*, *VoxEU*, nr. 5191, juni 2010.

³ Jf. side 1 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, August 1992.

ske pesetas og portugisiske escudos). Storbritannien valgte senere på måneden - efter et betydeligt interventionsomfang - at forlade ERM og lade pundet flyde og deltog ikke siden i nogen form for fastkurssamarbejde. Samtidig suspenderedes interventionsforpligtelsen for lire, og pesetas blev devalueret med 5 pct.

Det medvirkede til presset mod det britiske pund i september 1992, at markedet var i tvivl om den britiske villighed til at forsvare pundet i ERM via renteforhøjelser i overensstemmelse med de grundlæggende "spille-regler", der senest var blevet bekræftet med Basel-Nyborg-aftalen. Storbritannien stod således med et troværdighedsproblem - og markedet fik ret. Man var i Storbritannien i lyset af de svage indenlandske konjunkturer og stor udbredelse af variabelt forrentede boliglån ikke indstillet på at foretage større forhøjelser af renten. Storbritannien forhøjede kun nødtvungent renten fra 10 til 12 pct. den 16. september 1992. En yderligere renteforhøjelse til 15 pct. blev annonceret med virkning fra dagen efter, men man besluttede i stedet at forlade ERM. Sverige foretog derimod en kraftig forhøjelse af den pengepolitiske dag til dag-rente, marginalrenten, til hele 500 pct.¹ i midten af september for at bringe den voldsomme spekulation til ophør.

Kernelandene angribes

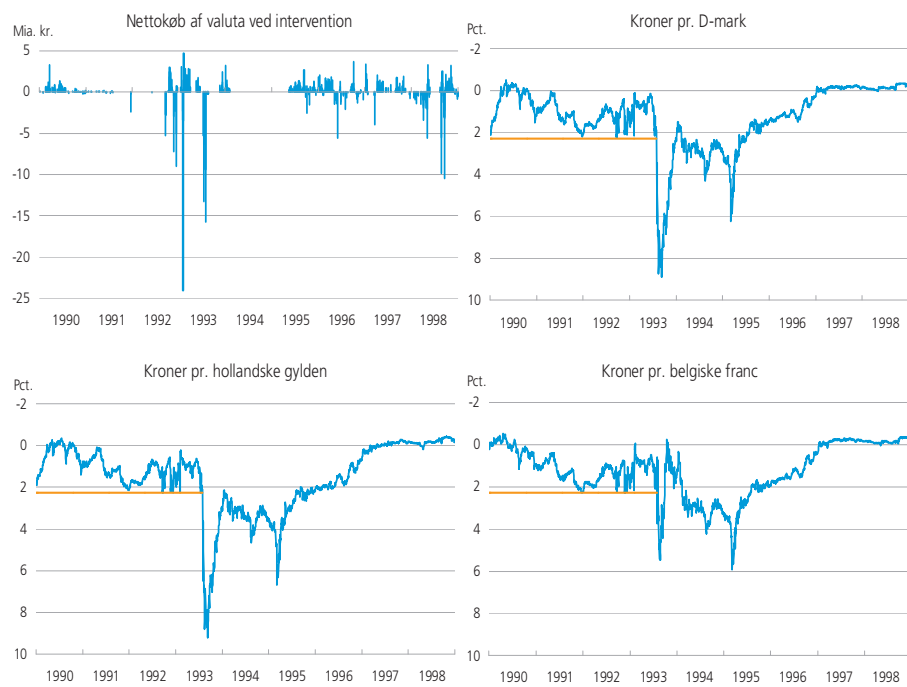
Begivenhederne bragte dog ikke valutaspekulationerne mod ERM til ophør. Franske franc, irske pund og den danske krone, som hidtil havde været uberørt af uroen, kom nu under pres den 17. september 1992 op til den franske folkeafstemning om Maastricht-traktaten. Nationalbanken lod kronen falde til interventionsgrænsen i ERM, og der blev intervenseret til fordel for kronen over for hollandske gylde og belgiske franc for omkring 12 mia. kr. i dagene 17.-22. september, jf. figur 1.1. Interventionerne drænedes pengemarkedet for kronelikviditet, hvilket fik pengemarkedsrenterne til at stige i forventning om, at pengepolitikken ville blive holdt stram.

Folkeafstemningen om Maastricht-traktaten i Frankrig den 20. september resulterede kun i et snævert flertal af ja-stemmer, og den 23. september måtte den franske centralbank, Banque de France, forhøje renten. Samtidig udsendte centralbankerne og finansministerierne i Tyskland og Frankrig en fælleserklæring, hvori det blev fremført, at den eksisterende centralkurs mellem de to valutaer var i overensstemmelse med de underliggende økonomiske forhold.

¹ Jf. Bengt Dennis, *500%*, Bokforlaget DN, 1998.

KRONEKURS OG INTERVENTION 1990-98

Figur 1.1



Anm.: Daglige data.

Interventioner er periodiseret efter handelstidspunktet. En del af de store interventioner til støtte for kronen under valutauroen i 1992-93 blev foretaget af andre centralbanker i ERM og ikke af Nationalbanken. Disse interventioner er ligeledes medtaget i figuren. Fra og med august 1993 blev alle interventioner foretaget af Nationalbanken.

Valutakurserne angiver afvigelsen fra de bilaterale centralkurser i procent (omvendt skala). De gule linjer angiver den nedre bilaterale udsvingsgrænse for kronen over for de viste valutaer frem til 2. august 1993.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

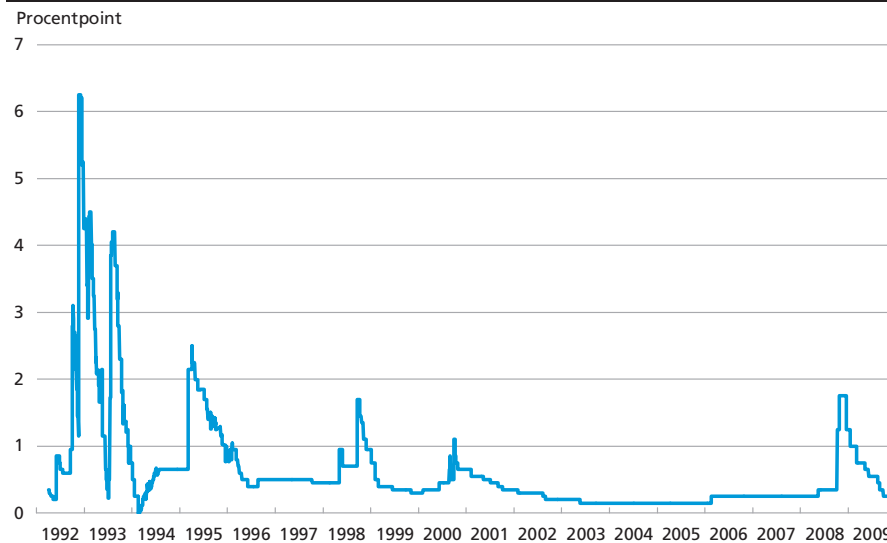
I den sidste del af september styrkedes franske franc og danske kroner, hvilket gav Nationalbanken mulighed for et betydeligt tilbagekøb af valuta, i alt 22 mia. kr. i løbet af oktober og første halvdel af november. Disse køb var knap dobbelt så store som valutasalget i september 1992 og skete til bedre kurser, end der var solgt til. Spekulationen mod kronen var dermed tabsgivende for markedet som helhed.

I midten af november blussede mistilliden til svenske kroner atter op, og den 19. november 1992 blev den svenske krones tilknytning til ecu nødtvungent opgivet. Der opstod på ny pres på ERM, herunder på den danske krone. Nationalbanken måtte hæve udlåns- og indskudsbevisrenten betydeligt, hvilket bragte rentespændet i forhold til Den Tyske Forbundsbanks rente op på over 6 procentpoint, jf. figur 1.2. I den sidste del af november blev såvel escudos som pesetas devalueret med 6 pct.

Presset mod den danske krone fortsatte i den følgende tid, og situationen blev skærpet, da Norge den 10. december 1992 opgav tilknytningen til ecu efter kraftig intervention og renteforhøjelse. Der måtte foretages

FORSKEL MELLEM DEN PENGEPOLITISKE RENTE I DANMARK OG TYSKLAND
(1992-98)/EUROOMRÅDET (1999-2009)

Figur 1.2



Anm.: For Danmark er for hele perioden anvendt Nationalbankens udlånsrente. For Tyskland er anvendt Den Tyske Forbundsbanks reporente. For euroområdet er fra 1999 til 27. juni 2000 anvendt ECB's faste tildelingsrente ved de primære markedsoperationer. Derefter er anvendt ECB's minimumsbudrente frem til 14. oktober 2008, hvorefter ECB's faste tildelingsrente er anvendt. Første observation er den 1. april 1992.

Kilde: Deutsche Bundesbank, ECB og Danmarks Nationalbank.

betydelige støttekøb af danske kroner over for belgiske franc og hollandske gylde for i alt 27 mia. kr. i løbet af den sidste del af november og begyndelsen af december. Enkelte dage i december nåede de danske pengemarkedsrenter med 1 måneds løbetid op over 25 pct. Presset på den danske krone blev dog bragt til ophør, da aftalen om de danske forbehold på fire af Maastricht-traktatens områder blev indgået på EF-topmødet i Edinburgh den 11.-12. december 1992.

Det irske pund forblev under pres. Irlands konkurrenceevne var grundet den store samhandel med Storbritannien blevet hårdt ramt af faldet i det britiske pund siden september 1992. Det blev derfor besluttet at devaluere det irske pund med 10 pct. den 1. februar 1993.

Kronekrisen

Straks herefter rettede spekulationen sig mod den danske krone. Den 27. januar 1993 havde den nydannede socialdemokratiske ledede regering¹ præsenteret sit regeringsgrundlag, og den 2. februar afholdt statsministeren sin "åbningstale" i Folketinget², hvor der blev fokuseret på

¹ Regeringen bestod ud over Socialdemokratiet af Centrum-Demokraterne, Radikale Venstre og Kristeligt Folkeparti.

² Statsminister Poul Nyrup Rasmussens redegørelse for rigets almindelige stilling og de af regeringen påtænkte foranstaltninger tirsdag den 2. februar 1993.

initiativer til at nedbringe den høje ledighed. Det gav øjeblikkeligt anledning til spekulationer blandt danske¹ og internationale² kommentatorer om, hvorvidt Danmark ville devaluere for at opnå en hurtig beskæftigelsesfremgang eller lade kronen flyde for at få både en lavere kroneværdi og en lavere rente. Store støtteopkøb af kroner over for både D-mark, hollandske gylde og irske pund var nødvendige, og Nationalbanken måtte hæve udlåns- og indskudsbevisrenten og presse pengemarkedsrenterne op. Den nydannede danske regering kom med en håndfast udmelding om viljen til fortsat fastkurspolitik³ og udelukkede dermed, at rentepolitikken skulle anvendes til at stimulere konjunkturerne.

Den 3. februar blev der støtteopkøbt kroner for omkring 24 mia. kr., hvilket niveaumæssigt svarede til halvdelen af Nationalbankens valutareserve. Den 4. februar 1993 forhøjedes diskontoen med 2 procentpoint til 11,5 pct., og efter aftale med centralbankerne i Belgien, Frankrig, Holland, Spanien og Tyskland blev der foretaget koordinerede støttekøb af kroner inden for interventionsgrænserne. Den fælles aktion overraskede markedet. Kronen blev stabiliseret og styrkedes yderligere, da Den Tyske Forbundsbank samme dag annoncerede en rentenedsættelse. Pengeinstitutternes ekstra behov for kronelikviditet som følge af valutaudstrømningen blev dækket af Nationalbanken gennem udlån mod sikkerhed med 17 dages løbetid til en rente på 40 pct.⁴ Hen mod månedens slutning var 3-måneders pengemarkedsrenten i Danmark faldet til 14 pct. Kronen var styrket, og der var en betydelig tilbagestrømning af valuta. I den sidste del af februar kunne Nationalbanken atter begynde at nedsætte sine rentesatser.

ERM-systemets sammenbrud

Fra februar 1993 stabiliseredes forholdene på de europæiske valutamarkeder i nogen grad, men i maj opstod nye problemer. Pesetas blev devalueret med 8 pct. i midten af maj, og samtidig blev escudos nedskrevet med 6,5 pct. Udviklingen havde dog ikke den store påvirkning af valutaerne i det snævre bånd, og renteforskellene blev indsnævret.

¹ Jf. udtalelserne fra direktøren i Provinsbankforeningen i Politiken den 3. februar 1993.

² Jf. udtalelserne fra Citibanks cheføkonom i Børsen den 3. februar 1993.

³ Bl.a. fremsat af økonomiministeren og finansministeren ved pressemødet kl. 12 den 3. februar 1993 om en ny Økonomisk Oversigt og senere samme dag af statsministeren i TV-avisen.

⁴ Som tidligere nævnt forhøjede Sveriges Riksbank marginalrenten til 500 pct. i september 1992. Sammenlignet hermed forekom den danske rente på 40 pct. for et lån med 17 dages løbetid beskedent. Man må dog tage i betragtning, at den svenske marginalrente var en dag til dag-rente. Såfremt Nationalbanken havde benyttet sig af dag til dag udlån, ville de 40 pct. svare til en rente omkring 500 pct., hvis man kun havde brug for likviditeten en enkelt dag.

Ved det uformelle Ecofin-møde i Kolding den 21.-23. maj 1993 blev to valutastudier – udarbejdet af henholdsvis Centralbankchef-komiteen¹ og Den Monetære Komité² – diskuteret. Konklusionerne var, at valutauroen i efteråret 1992 var et sammenfald af de generelle økonomiske forhold og konvergensudviklingen mellem medlemslandene. En styrkelse af det monetære samarbejde i ERM burde ske ved, at de enkelte lande levede op til systemets spilleregler, og begge rapporter var enige om at bekræfte ERM-systemets hovedprincipper (herunder Basel-Nyborg-aftalen).³ De to rapporter afspejlede en situation, hvor man regnede med, at de sidste rystelser efter efterårets valutauro var ovre.⁴

I juni var den korte rente i Frankrig, Holland og Belgien lavere end i Tyskland, og den irske og den danske rente kun lidt højere. Det gav anledning til diskussion om D-markens de facto-rolle som ankervaluta i ERM-samarbejdet, og den franske økonomiminister omtalte francen som potentiel ny ankervaluta. Forholdene ændredes imidlertid pludseligt i slutningen af juni 1993 efter tysk aflysning af et tysk-fransk økonomisk topmøde – officielt på grund af "kalenderproblemer". Der bredte sig en opfattelse af manglende politisk vilje til samarbejde og til at forsvare de gældende centralkurser og udsvingsgrænser. Den nye franske regering fremhævede behovet for rentenedsættelser for at få gang i økonomien. Fra tysk side blev der derimod tegnet et forholdsvis positivt billede af den økonomiske situation, og det blev betonet, at udviklingen i inflation og pengemængde kun gav mulighed for en gradvis og begrænset rentenedsættelse.

På trods af en tysk rentenedsættelse den 1. juli 1993, som blev fulgt af de øvrige lande i det snævre bånd med undtagelse af Frankrig, brød spændingerne på valutamarkedet ud i fornyet uro i løbet af den første uge af juli. Den danske krone faldt den 14. juli til interventionsgrænsen over for hollandske gylden, og der måtte foretages betydelige interventioner. Nationalbanken gennemførte en renteforhøjelse den 15. juli, der sammen med koordineret intervention den 16. juli bragte kronen fri af interventionsgrænsen. I dagene 14.-16. juli blev der støtteopkøbt kroner for omkring 25 mia. kr. Også franske franc og belgiske franc blev ramt af uroen og måtte støttes gennem interventioner og renteforhøjelser.

¹ Centralbankchefkomiteen var oprindeligt blevet oprettet i 1964 som forum for samarbejde mellem EF-landenes centralbanker.

² Den Monetære Komité var et rådgivende udvalg i EF bestående af to repræsentanter fra hvert medlemsland (én fra centraladministrationen og én fra centralbanken) og to repræsentanter fra EF-Kommissionen. Den Monetære Komité havde primært til formål at forberede møderne i Ecofin og rådgive ministrene. Med ikrafttrædelsen af den 3. fase i ØMU'en i 1999 blev Den Monetære Komité opløst og erstattet af Det Økonomiske og Finansielle Udvalg, EFC.

³ Jf. side 12 i Økonomiministeriet, *Økonomisk Oversigt*, Maj 1993.

⁴ Jf. side 96 i Økonomiministeriet, *Økonomiministeriet i 50 år 1947-1997*, Schultz, 1997.

ERM-systemets skæbne blev efterhånden forbundet med Den Tyske Forbundsbanks rentepolitik på det sidste møde før sommerferien, torsdag den 29. juli 1993. Onsdag den 28. juli nedsatte Tyskland reponenten. Der var derfor kraftige forventninger i valutamarkedet til, at Tyskland ville nedsætte diskontoen dagen efter. Diskontoen udgjorde bunden i Den Tyske Forbundsbanks rentekorridor, og en nedsættelse heraf ville give plads til yderligere nedsættelser af reponenten.

Mødet i Den Tyske Forbundsbank torsdag den 29. juli trak længere ud end normalt og resulterede ikke i den ventede diskontonedsættelse, kun en nedsættelse af lombardrenten – loftet i den tyske rentekorridor – med 0,5 procentpoint. En sådan nedsættelse – der blev opfattet som et kompromis mellem hensynet til inflationsudviklingen i Tyskland og hensynet til ERM-systemet¹ – ville ikke få betydning for de tyske pengemarkedsrenter. Den tyske beslutning blev offentliggjort om eftermiddagen kl. 14.10, og kronen faldt derefter straks til interventionspunktet. Nationalbanken måtte herefter intervenere til støtte for kronen i et betydeligt omfang, og torsdagens interventioner beløb sig i alt til godt 9 mia. kr. Frankrig måtte ligeledes foretage store støtteopkøb for at hindre den franske franc i at nå den nedre båndgrænse.

Fredag den 30. juli var den klare forventning på de finansielle markeder, at det europæiske valutasamarbejde ville bryde sammen. Nationalbanken måtte intervenere til støtte for kronen over for hollandsk gylden allerede kort tid efter valutamarkedets åbning. Midt på formiddagen opgav Frankrig at holde kursen over for D-mark inden for båndet og lod francen falde til interventionspunktet. Der måtte ligeledes interveneres for den belgiske franc på interventionsgrænsen.

Kronen kom ligeledes på interventionspunktet over for D-mark. Interventionerne fortsatte dagen igennem. Kl. 11.30 havde Nationalbanken allerede solgt valuta for 8 mia. kr., og kl. 14.10 var interventionerne til støtte for kronen løbet op i 14 mia. kr. Interventionerne blev suppleret med flere likviditetsopsugende operationer i pengemarkedet fra Nationalbankens side for at få presset de helt korte markedsrenter op.

FORHANDLINGERNE OM UDVIDELSEN AF BÅNDGRÆNSER I ERM I AUGUST 1993²

Fredag den 30. juli 1993 blev der på tysk foranledning om aftenen indkaldt til møde i Den Monetære Komité lørdag eftermiddag den 31. juli.

¹ Jf. fx artiklen Clear Choice. Bundesbanks Refusal To Cut Discount Rate Rips Monetary System, *Wall Street Journal*, 30. juli 1993.

² Jf. side 203-212 i Hans Tietmeyer, *Herausforderung EURO*, Hanser, 2005.

Formålet med mødet var at drøfte forskellige modeller for at løse valutakrisen.

Det danske mandat til mødet var samme morgen blevet drøftet på et møde i Statsministeriet med ministre og embedsmænd fra de økonomiske ministerier. Fra Nationalbanken deltog direktørerne Erik Hoffmeyer og Bodil Nyboe Andersen. Det blev aftalt, at man fra dansk side skulle arbejde for at bevare det europæiske valutasamarbejde, der havde givet store fordele for dansk økonomi, og undgå en nedskrivning af den danske krone.

Ved mødet i Den Monetære Komité deltog fra dansk side departementschef Jens Thomsen fra Økonomiministeriet og direktør Bodil Nyboe Andersen fra Nationalbanken. På mødet viste der sig bred enighed om, at de fundamentale økonomiske forhold ikke gav noget grundlag for at ændre centalkurserne. Med udgangspunkt heri blev der diskuteret en række forskellige løsningsmodeller, som spændte vidt. Den ene yderlighed var en midlertidig fuldstændig suspension af interventionsforpligtelserne. Den anden yderlighed var at fastholde systemet med indskærpelse af "spillereglerne" for et fastkursamarbejde. Centrum for diskussionerne var de franske og tyske positioner.

Efter fransk opfattelse kunne valutauroen bedst inddæmmes gennem yderligere tyske rentenedsættelser kombineret med et tilsagn fra Tyskland om for egen regning at opkøbe franske franc til sine valutaeserver.

Tyskland fandt derimod ikke spillerum for yderligere rentenedsættelser givet en fortsat høj pengemængdevækst og en relativt høj inflation i Tyskland. Desuden havde de tyske støtteopkøb af fremmed valuta efterhånden nået et omfang, der kunne give anledning til problemer for likviditetsstyringen.¹ En midlertidig udvidelse af udsvingsgrænserne til +/- 6 pct. for alle deltagere i ERM kunne efter tysk opfattelse bedst skabe grundlag for en genetablering af troværdigheden til systemet.

Danmark var fortaler for, at valutasamarbejdet i videst muligt omfang blev bevaret i dets hidtidige udformning. Fra anden side blev det påpeget, at en udvidelse af udsvingsgrænserne til +/- 6 pct. ikke ville være en løsning for alle valutaer, da spanske pesetas og portugisiske escudos havde været under pres, selv om deres udsvingsbånd i det hidtidige system havde været +/- 6 pct.

Der blev ikke opnået enighed om en løsning på mødets første dag, og drøftelserne fortsatte søndag den 1. august 1993. Man erkendte des-

¹ Det er dog tvivlsomt, hvor tungt dette argument reelt vejede for Tyskland under valutakrisen i 1993. Påvirkningerne af det tyske M3 fra Den Tyske Forbundsbanks interventioner i juni-august 1993 var således forholdsvis beskedne sammenlignet med interventionerne i september 1992, jf. Erik Hoffmeyer, European exchange rate cooperation, publiceret i Age Bakker, Henk Boot, Olaf Sleijpen og Wim Vanthoor (eds.), *Monetary Stability through International Cooperation. Essays in Honour of André Szász*, Kluwer Academic Publishers, 1994 (optrykt på side 40-46 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, August 1994).

uden, at det i lyset af uenigheden var nødvendigt med et møde mellem ministrene. På baggrund af drøftelserne i Den Monetære Komité blev der derfor søndag den 1. august om aftenen og natten til mandag den 2. august holdt møde mellem ministrene i Ecofin-Rådet og centralbankcheferne. Fra dansk side deltog økonomiminister Marianne Jelved, Økonomiministeriets departementschef Jens Thomsen samt nationalbankdirektørerne Erik Hoffmeyer og Bodil Nyboe Andersen.

De forskellige modeller til en løsning af valutakrisen blev drøftet, dog uden at der kunne opnås enighed. Efter flere suspensioner af mødet, hvor formanden – den belgiske finansminister Philippe Maystadt – forhandlede med de enkelte delegationer i mindre grupper, fremlagde formanden natten til mandag den 2. august 1993 et forslag om midlertidig udvidelse af interventionsgrænserne i ERM til +/- 15 pct. Flere lande forsøgte at argumentere for et lavere tal for udsvingsbåndet end de +/- 15 pct., men det var ikke muligt at opnå enighed. Det endelige kommuniké blev herefter udarbejdet.¹ Ved mødets afslutning blev det fra hollandsk side oplyst, at Tyskland og Holland i tilknytning til kommunikéet havde indgået en bilateral aftale om at fastholde det hidtidige udsvingsbånd på +/- 2,25 pct. mellem D-mark og hollandske gylden. Denne aftale var ikke kendt på forhånd af de øvrige mødedeltagere og fremgik ikke af det udsendte kommuniké.²

I månederne efter udvidelsen af båndgrænserne i ERM til +/- 15 pct. sonderede Nationalbanken mulighederne for at få Den Tyske Forbundsbanks støtte til et snævert bånd på +/- 2,25 pct. mellem D-mark og danske kroner i lighed med den hollandsk-tyske bilaterale aftale. Det viste sig dog ikke muligt at få tysk opbakning hertil.

Udvidelsen af udsvingsgrænserne i ERM i august 1993 betød umiddelbart en suspension af 21 års fastkurssamarbejde, som havde været en hjørnesten i EF-samarbejdet siden etableringen af valutaslangen i 1972. Fra et dansk synspunkt var det utilfredsstillende, at der blandt de større lande ikke havde været tilstrækkelig politisk vilje til at imødegå krisen inden for det bestående regelsæt. Det var særlig ærgerligt, da der havde været enighed om, at centalkurserne var i overensstemmelse med de fundamentale økonomiske forhold. Danmark havde meget konsekvent anvendt alle virkemidler til at forsvare kronen i ERM, men desværre havde ikke alle andre deltagere givet systemet samme muligheder for at fungere under pres.

¹ Optrykt som bilag 2 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993.

² Baggrunden for den tysk-hollandske aftale var, at kursen mellem D-mark og hollandske gylden gennem hele valutauroen havde været meget stabil.

Udviklingen i årene umiddelbart efter august 1993, hvor kernelandenes valutakurser vendte tilbage mod centrankurserne, viste, at de økonomiske forhold for disse lande havde været på plads.

DEN VALUTAPOLITISKE SITUATION EFTER ERM-SAMMENBRUDET I AUGUST 1993

Udvidelsen af udsvingsgrænserne i ERM gav behov for at præcisere den danske valutapolitiske målsætning. Om formiddagen den 2. august blev der holdt pressemøde i Statsministeriet, og i forbindelse hermed udsendte statsministeren en udtalelse.¹ Det blev her understreget, at de grundlæggende økonomiske forhold i Danmark var sunde, og at man ville opretholde fastkurspolitikken, selv om udsvingsgrænserne i ERM var blevet udvidet.

På pressemødet udtalte nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer, at de udvidede udsvingsgrænser ikke ville blive udnyttet fuldt ud, og at det ikke skulle forventes, at pengepolitikken ville blive lempet hurtigt. Nationalbanken fulgte udtalelsen op ved om eftermiddagen at meddele, at en del af det likviditetsbehov, der var opstået som følge af interventioner i valutamarkedet, ville blive dækket ved lån fra Nationalbanken med 1 måneds løbetid, og renterne blev på 20-25 pct.² De høje renter skulle sikre, at det ikke havde været omkostningsfrit for markedet som helhed at spekulere mod kronen.

Efter udtalelsen og rentesignalet forblev pengemarkedsrenterne høje i de følgende dage, og kronen styrkedes. Under den efterfølgende normalisering af renteforholdene på pengemarkedet blev kronen dog svækket lidt igen, og i løbet af den 12. august 1993 tog svækkelsen kraftigt til. Da den fortsatte om morgenen den 13. august, udsendte nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer en udtalelse om den valutapolitiske problemstilling for at reducere usikkerheden på valutamarkedet.³ Det blev her understreget, at regeringen og Nationalbanken var enige om, at der ikke var basis for at ændre kronens centrankurs over for kernelandene i ERM, dvs. Tyskland, Holland, Belgien og Frankrig. Overgangsproblemer under det nye valutakursregime kunne dog medføre, at kronen i en kortere periode ville være svagere, end de fundamentale forhold tilsagde. Udtalelsen førte hurtigt til en stabilisering af kronen.

Kronen var blevet svækket med godt 6 pct. over for D-mark og hollandske gylden i løbet af de første uger af august, jf. figur 1.1, men i efteråret kunne Nationalbanken begynde at normalisere sine rentesat-

¹ Optrøkt som bilag 3 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993.

² Jf. side 33 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993.

³ Optrøkt som bilag 4 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993.

ser sideløbende med, at kronen gradvis blev styrket igen. Udviklingen blev understøttet af, at Tyskland allerede den 3. august foretog en mindre nedsættelse af genkøbsrenten og kom med yderligere rentenedsættelser i løbet af efteråret. I begyndelsen af 1994 var danske kroner, franske franc og belgiske franc alle tæt på eller inden for den nedre udsvingsgrænse over for D-mark i det tidligere snævre bånd, og landene havde igen et niveau for de korte renter omtrent som det tyske. I løbet af efteråret 1993 og begyndelsen af 1994 kunne centralbankerne i de tre lande atter tilbagekøbe valuta. Den 5. januar 1994 kom kronen for første gang siden sammenbruddet af ERM i august 1993 igen inden for det tidligere snævre bånd over for D-mark.

NORM FOR STATENS UDENLANDSKE LÅNTAGNING 1993

Under valutakriserne i 1992-93 var interventionerne til støtte for kronen i flere tilfælde blevet finansieret af interventionskreditter som led i ERM-samarbejdet. I lyset af bekymringen for den tyske pengemængdestyring, som Den Tyske Forbundsbank traditionelt havde haft i forhold til interventioner i ERM-samarbejdet, tilstræbte Nationalbanken en hurtig tilbagebetaling af interventionskreditterne.¹ Det skete enten via tilbagekøbt valuta eller via statslig låntagning i udlandet. Det typiske mønster var, at der midlertidigt blev trukket på den danske stats kortfristede låneprogrammer i fremmed valuta², indtil mellem- og langfristet låntagning kom på plads, jf. figur 1.3.

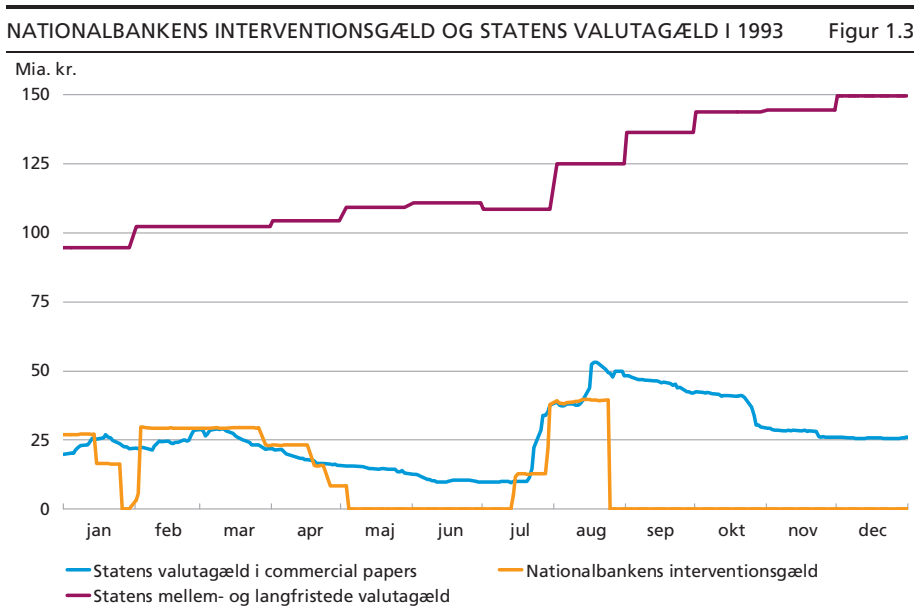
Efter udvidelsen af båndgrænserne i ERM til +/- 15 pct. havde ERM-samarbejdets bestemmelser om automatisk og ubegrænset interventionskredit ikke længere nogen praktisk betydning for Danmark, da automatikken kun gjaldt på interventionsgrænserne. Der var derfor behov for at styrke Nationalbankens valutareserve, så der kunne interveneres effektivt til støtte for kronekursen, selv om den lå langt fra båndgrænserne.

Ved et møde med de økonomiske ministre og statsministeren³ i Nationalbanken den 1. september 1993 blev det på basis af et oplæg fra Nationalbanken aftalt at nedsætte en arbejdsgruppe med deltagelse af Økonomiministeriet, Finansministeriet og Nationalbanken. Arbejdsgruppen skulle se på principperne for statens låntagning i valuta af hensyn til

¹ Jf. side 40-41 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993.

² De såkaldte Commercial Paper-programmer. Når staten optog lån i udlandet, købte Nationalbanken valutaprovenuet af staten, hvorved valutaresserven blev forøget. Modværdien i danske kroner blev godskrevet statens konto i Nationalbanken.

³ Siden begyndelsen af 1960'erne har en vigtig kontaktkilde mellem regeringen og Nationalbanken været de månedlige møder i Nationalbanken, hvor statsministeren og de økonomiske ministre samt deres departementschefer deltager, jf. side 20 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.



Anm.: Statens valutagæld i commercial papers og Nationalbankens interventionsgæld er afbilledet på daglig basis, mens statens mellem- og langfristede valutagæld er vist på månedsbasis. Statens mellem- og langfristede valutagæld er opgjort inkl. statens ecu-obligationer noteret på Københavns Fondsbørs og registreret i Værdipapircentralen, jf. kapitel 4 "Ecu-lån i København" i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld, 1991* og kapitel 5 "Erfaringerne med statens ecu-lån i København" i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld, 1992*.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

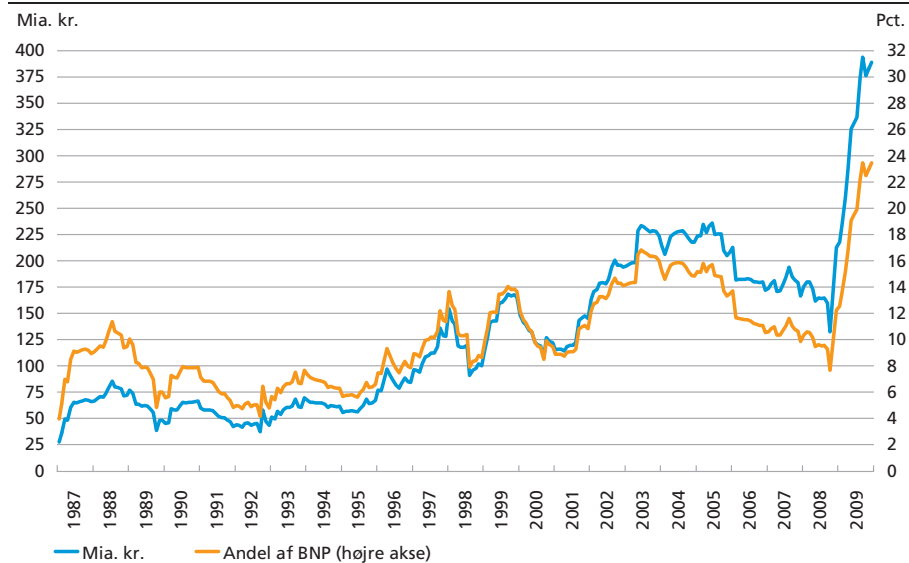
valutareserven og samtidig vurdere konsekvenserne for statens låntagning af det forbud mod monetær finansiering, som trådte i kraft den 1. januar 1994 i forbindelse med iværksættelsen af den 2. fase af ØMU'en, jf. kapitel 7 og 8. Forbuddet indebar, at der ikke måtte forekomme overtræk på statens konto i Nationalbanken.

På baggrund af arbejdet i udvalget indgik regeringen og Nationalbanken i efteråret 1993 en aftale om dækningen af statens samlede lånebehov.¹ Aftalen bestod af en indenlandsk og en udenlandsk norm for statens låntagning. Den indenlandske norm, som var en formalisering af en årelang praksis, fastlagde, at statens underskud og afdrag på den indenlandske gæld skulle finansieres ved statslig låntagning i kroner. Der havde ikke tidligere været nogen fast norm for statens udenlandske låntagning. Den nye udenlandske norm fastslog, at statens låntagning i valuta primært havde til formål at sikre en tilstrækkelig valutareserve i

¹ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld, 1993*, kapitel 5: Ny lånebemyndigelseslov og norm for statslig låntagning.

NATIONALBANKENS VALUTARESERVE 1987-2009

Figur 1.4



Anm.: Nettoaktiver, månedsultimo.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Nationalbanken, jf. figur 1.4. Normen¹ blev omtalt i bemærkninger til lånebemyndigelsesloven af 22. december 1993.²

KRONENS VEJ TILBAGE TIL CENTRAKKURSEN

I det meste af 1994 intervererede Nationalbanken ikke i valutamarkedet, og kronen lå forholdsvis stabil over for D-mark på et niveau, som var en anelse svagere end den nedre interventionsgrænse i det tidligere snævre bånd. Kronen lå ligeledes året igennem stabilt over for de øvrige kernelande i ERM. Ved årsskiftet 1994/95 blev Østrig, Sverige og Finland medlem af EU, men kun Østrig trådte ind i ERM, hvorved kredsen af kernelande blev udvidet. Østrig havde som tidligere nævnt i en lang årrække ladet schilling følge D-mark tæt.

De første måneder af 1995 var præget af markante kursforskydninger mellem hovedvalutaerne dollar, D-mark og japanske yen, hvilket ligele-

¹ Betydningen af normen for fastkurspolitikens troværdighed i et mere generelt perspektiv var genstand for en større akademisk debat i 1995, jf. Torben M. Andersen, Statsgældspolitik, *Nationaløkonomisk tidsskrift*, vol. 133(1), 1995; Anders Møller Christensen, Statsgældspolitik – en kommentar, *Nationaløkonomisk tidsskrift*, vol. 133(1), 1995, og Torben M. Andersen, Statsgældspolitik – en replik, *Nationaløkonomisk tidsskrift*, vol. 133(1), 1995. Det centrale spørgsmål i debatten var, hvorvidt det var hensigtsmæssigt fuldt ud at finansiere statens budgetunderskud med låntagning i kroner (sådan som normen lagde op til), eller om der kunne være fordele forbundet med at inddrage finansiering i fremmed valuta.

² Optrøkt på side 65-69 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1993, kapitel 5: Ny lånebemyndigelseslov og norm for statslig låntagning.

des medførte kraftige udsving blandt de europæiske valutaer. De fleste valutaer blev svækket mærkbart i forhold til D-mark, men hårdest gik det ud over de valutaer, som var faldet mest i værdi, siden valutauroen satte ind i 1992. Med virkning fra den 6. marts 1995 blev den spanske peseta og den portugisiske escudo nedskrevet med henholdsvis 7 pct. og 3,5 pct. i forhold til de øvrige valutaer i ERM.

I begyndelsen af marts 1995 bredte uroen sig til flere af kernevalutaerne, og kronen svækkedes markant. Centralbankerne i Frankrig, Belgien og Danmark imødegik udviklingen ved en koordineret renteforhøjelse, som vendte udviklingen. Renten kunne atter normaliseres sideløbende med, at kronen styrkedes, og der kunne tilbagekøbes valuta. I anden halvdel af 1995 lå kronen stabilt over for D-mark inden for det tidligere snævre bånd.¹

Krisen i marts 1995 blev sidste gang i ERM-samarbejdets historie, hvor kernelandene blev ramt af en fælles valutakrise. Med tilslutningen til Edinburgh-aftalen i 1993 havde den danske befolkning tilkendegivet, at man ikke agtede at deltage i 3. fase af ØMU'en. Den danske krone var dermed ikke underlagt de "konvergenskræfter", som i årene frem mod 1999 mere eller mindre automatisk sikrede stabile valutakursrelationer mellem de EU-lande, som var forventede deltagere i ØMU'ens 3. fase fra starten.

1996 blev et roligt år for valutaerne i ERM. I kernelandene lå kurserne tæt på centralkurserne, og ikke-kernelandenes valutaer blev alle styrket over for D-mark. Den finske mark indtrådte i ERM i oktober 1996, og liren genindtrådte i november 1996. Interessen for atter at deltage i ERM skulle ses i lyset af, at et af konvergenskriterierne for optagelse i den 3. fase af ØMU'en og den fælles valuta euroen var:

"... overholdelse af de normale udsvingsmarginer i det europæiske monetære systems valutakursmekanisme i mindst to år uden devaluering..."²

NY INTERVENTIONSSTRATEGI I 1996

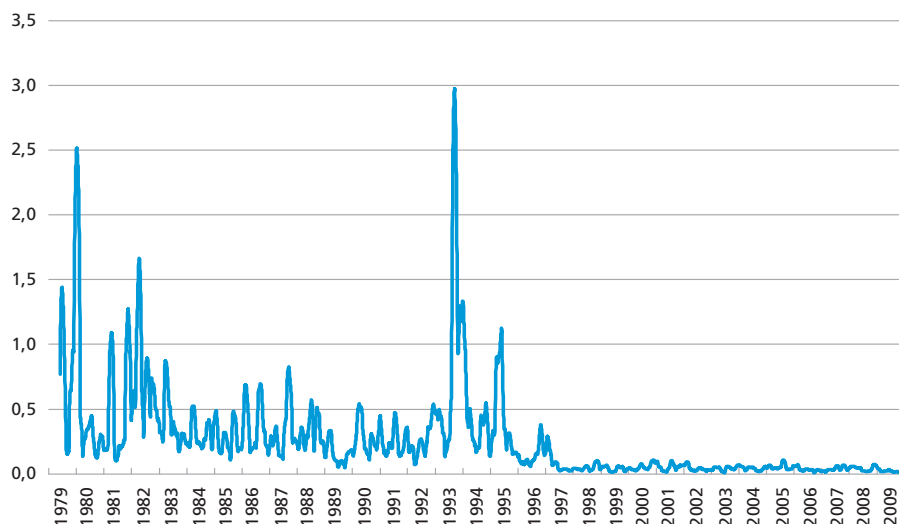
I 1996 ændrede Nationalbanken sin strategi for intervention i valutamarkedet. Mens interventionerne i 2. halvår 1995 havde sigtet på at tilbagekøbe den valuta, som var solgt i årene 1992-93, blev der nu foretaget hyppigere køb såvel som salg af valuta med henblik på at dæmpe

¹ Fra og med 7. juli 1995 var kronen permanent stærkere end den nedre udsvingsgrænse over for D-mark i det tidligere snævre bånd.

² Lissabon-traktatens artikel 140.

VOLATILITET I KRONEKURS OVER FOR D-MARK (1979-98)/EURO (1999-2009)

Figur 1.5



Anm.: Volatiliteten er 60 dages glidende standardafvigelse i procent. Før 1999 er anvendt en syntetisk kronekurs over for euroen beregnet ud fra kronekursen over for D-mark og den pr. 1. januar 1999 fastlåste omregningskurs mellem euroen og D-marken. Første observation er den 13. marts 1979.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

de daglige udsving i kronekursen. Det lykkedes herved at stabilisere kronen tættere på centralkursen.¹

I 1997 var kronen mere stabil end nogen sinde tidligere i ERM-samarbejdets historie, jf. figur 1.5. De kortsigtede udsving i kronekursen var nu så små, at Danmark kom på linje med Holland, Belgien og Østrig, hvis valutaer i mange år havde fulgt D-marken tæt.²

Givet de brede udsvingsbånd i ERM (+/- 15 pct.) var centralkursen det eneste naturlige fokuspunkt, og strategien med at stabilisere kronen tæt på centralkursen blev fastholdt i årene derefter – også efter etableringen af ERM2, jf. kapitel 2. I Nationalbankens årsberetning fra 1997 blev strategien lidt forsigtigt formuleret som følger:

"Pengepolitikken er indrettet efter at holde kronen stabil med udgangspunkt i centralkursen."³

I takt med den øgede tiltro til fastkurspolitikken kunne udmeldingerne om strategien gøres mere håndfast og præcise, som det fx var tilfældet i Nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens tale på Finansrådets årsmøde den 4. december 2002:

¹ Jf. side 37 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1996.

² Jf. side 29-30 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1997.

³ Citat fra side 29 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1997.

"Nationalbankens mål er at sikre, at kronens kurs over for euroen stabiliseres tæt på centalkursen i ERM2, og vi indtager ikke andre hensyn end valutakursen i overvejelserne om pengepolitikken."¹

¹ Citat fra Nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens tale på Finansrådets årsmøde den 4. december 2002 (optrykt på side 87-91 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1.kvartal 2003).

APPENDIKS 1.A: KURSJUSTERINGER I ERM-SAMARBEJDET 1979-98

JUSTERINGSPROCENTER¹ Tabel 1.A.1

Med virkning fra	24. sep. 1979	30. nov. 1979	23. mar. 1981	5. okt. 1981	22. feb. 1982	14. jun. 1982
D-mark (DEM)	+ 5,0	+ 5,0	-	+ 5,5	-	+ 4,25
Franske franc (FRF)	+ 3,0	+ 5,0	-	- 3,0	-	- 5,75
Hollandske gylde (NLG)	+ 3,0	+ 5,0	-	+ 5,5	-	+ 4,25
Belgiske franc (BEF)	+ 3,0	+ 5,0	-	-	- 8,5	-
Italienske lire (ITL)	+ 3,0	+ 5,0	- 6,0	- 3,0	-	- 2,75
Irsk pund (IEP)	+ 3,0	+ 5,0	-	-	-	-
Spanske pesetas (ESP)	•	•	•	•	•	•
Britiske pund (GBP)	•	•	•	•	•	•
Portugisiske escudos (PTE)	•	•	•	•	•	•
Østrigske schilling (ATS)	•	•	•	•	•	•
Finske mark (FIM)	•	•	•	•	•	•
Græske drakmer (GRD)	•	•	•	•	•	•
Danske kroner (DKK)	-	-	-	-	- 3,0	-

¹ Svarende til den officielle ordlyd af de udsendte pressekommunikater.

FORTSAT Tabel 1.A.1

Med virkning fra	21. mar. 1983 ¹	22. jul. 1985	7. apr. 1986	4. aug. 1986	12. jan. 1987	8. jan. 1990
D-mark (DEM)	+ 5,5	+ 2,0	+ 3,0	-	+ 3,0	-
Franske franc (FRF)	- 2,5	+ 2,0	- 3,0	-	-	-
Hollandske gylde (NLG)	+ 3,5	+ 2,0	+ 3,0	-	+ 3,0	-
Belgiske franc (BEF)	+ 1,5	+ 2,0	+ 1,0	-	+ 2,0	-
Italienske lire (ITL)	- 2,5	- 6,0	-	-	-	²
Irsk pund (IEP)	- 3,5	+ 2,0	-	- 8,0	-	-
Spanske pesetas (ESP)	•	•	•	•	•	-
Britiske pund (GBP)	•	•	•	•	•	•
Portugisiske escudos (PTE)	•	•	•	•	•	•
Østrigske schilling (ATS)	•	•	•	•	•	•
Finske mark (FIM)	•	•	•	•	•	•
Græske drakmer (GRD)	•	•	•	•	•	•
Danske kroner (DKK)	+ 2,5	+ 2,0	+ 1,0	-	-	-

¹ Da kursen på britiske pund steg kraftigt efter kursjusteringen den 21. marts 1983, blev det i forbindelse med et prisforløb på landbrugsområdet i maj 1983 besluttet at foretage en formel kursjustering alene med henblik på at indplacere britiske pund i ecu til markedskursen den 13. maj 1983. De bilaterale pariteter og interventionskurserne forblev uændrede.

² Udsvingsgrænserne for den italienske lire blev den 8. januar 1990 indsnævret fra +/- 6 pct. til +/- 2,25 pct. omkring de bilaterale centralkurser. I forbindelse med indsnævringen af udsvingsgrænserne blev interventionskurserne for lire ændret i forhold til de øvrige valutaer, der var omfattet af valutakurssamarbejdet. Ændringen blev gennemført således, at købskursen for lire i forhold til de andre valutaer forblev uændret, mens salgskursen ændredes.

FORTSAT Tabel 1.A.1

Med virkning fra	14. sep. 1992	17. sep. 1992	23. nov. 1992	1. feb. 1993	14. maj 1993	6. mar. 1995	16. mar. 1998
D-mark (DEM)	+ 3,5	-	-	-	-	-	-
Franske franc (FRF)	+ 3,5	-	-	-	-	-	-
Hollandske gylde (NLG)	+ 3,5	-	-	-	-	-	-
Belgiske franc (BEF)	+ 3,5	-	-	-	-	-	-
Italienske lire (ITL)	- 3,5	•	•	•	•	•	-
Irske pund (IEP)	+ 3,5	-	-	- 10,0	-	-	+ 3,0
Spanske pesetas (ESP)	+ 3,5	- 5,0	- 6,0	-	- 8,0	- 7,0	-
Britiske pund (GBP)	+ 3,5	•	•	•	•	•	•
Portugisiske escudos (PTE) ..	+ 3,5	-	- 6,0	-	- 6,5	- 3,5	-
Østrigske schilling (ATS)	•	•	•	•	•	-	-
Finske mark (FIM)	•	•	•	•	•	•	-
Græske drakmer (GRD)	•	•	•	•	•	•	-
Danske kroner (DKK)	+ 3,5	-	-	-	-	-	-

Kilde: Side 152-53 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998.

KAPITEL 2

Valutasamarbejde og valutakriser –
Del II: Kronen uden for euroområdet**NYE RAMMER FOR DEN DANSKE FASTKURSPOLITIK**

Med etableringen af Det Europæiske Monetære Institut, EMI,¹ den 1. januar 1994 var der skabt en institution, som målrettet arbejdede på forberedelsen af den 3. og sidste fase af Den Økonomiske og Monetære Union, ØMU'en, i EU. Det gav nyt momentum til ØMU-processen, jf. kapitel 7. I slutningen af 1995 blev det vedtaget at ændre betegnelsen for den kommende fælles valuta fra ecu til euro. Endvidere fik man lagt en plan for indførelse af den fælles valuta som "kontopenge" i 1999.

Den fornyede tillid til realiseringen af den fælles valuta skabte en ny situation for Danmarks valutapolitik. Hidtil havde kronen været en fast del af D-markblokken, og under valutakriserne i 1992-93 havde kronen delt skæbne med de øvrige kernevalutaer i Det europæiske valutakurs-samarbejde, ERM. Med tilslutningen til Edinburgh-afgørelsen i 1993 havde den danske befolkning tilkendegivet, at man ikke agtede at deltage i 3. fase af ØMU'en. Danmark stod dermed tilbage som det eneste af ERM-landene, der fortsat ønskede at føre fastkurspolitik uden at ville deltage i den fælles valuta. Danmark måtte derfor forventes at "stå alene" i eventuelle fremtidige valutakriser på de europæiske valutamarke-der.

På det uformelle møde i Ecofin² i september 1997 blev der truffet poli-tisk beslutning om, at de indbyrdes omregningskurser, der skulle gælde mellem eurolandenes valutaer fra januar 1999, ville blive annonceret i maj 1998, hvor deltagerlandene skulle udvælges. Der var i valutamarke-det forventning om, at omregningskurserne ville blive fastlagt på basis

¹ EMI blev etableret med iværksættelsen af den 2. fase af ØMU'en i januar 1994. EMI skulle videreføre det penge- og valutapolitiske samarbejde mellem EU-medlemslandenes centralbanker, der hidtil havde været koordineret af Centralbankchefkomiteen. Endvidere skulle EMI forberede rammerne for den fælles penge- og valutakurspolitik i den 3. fase af Den Økonomiske og Monetære Union. I oktober 1993 var det blevet besluttet, at EMI skulle have hjemsted i "Eurotower" bygningen i Frankfurt i Tyskland, men frem til november 1994 havde EMI midlertidig til huse hos Den Internationale Beta-lingsbank, BIS, i Basel i Schweiz.

² EF's (og senere EU's) Ministerråd bestående af økonomi- og finansministre. Ved de uformelle Ecofin-Rådsmøder deltager medlemslandenes økonomi- og finansministre samt centralbankchefer. Det uformelle består i, at der ikke træffes retligt bindende beslutninger.

af centralkurserne i ERM¹, og i 1997 og begyndelsen af 1998 lå næsten alle valutaer i ERM meget tæt på centralkurserne over for D-mark. Såvel de korte som de lange rentespænd mellem de forventede eurolande blev ligeledes indsnævret yderligere.

Græske drakmer indtrådte i ERM i marts 1998. Den græske indtræden i ERM skulle ses på baggrund af Grækenlands ønske om at deltage i ØMU'ens 3. fase fra 1. januar 2001. Centralkursen for det irske pund blev samtidig opskrevet med 3 pct. over for de øvrige ERM-valutaer, da markedskursen i en længere periode havde ligget over centralkursen.

I maj 1998 blev der truffet formel beslutning om, hvilke lande der skulle deltage i 3. fase af ØMU'en og den fælles valuta, euroen, fra begyndelsen den 1. januar 1999. Der blev tale om følgende 11 lande: Belgien, Finland, Frankrig, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Spanien, Tyskland og Østrig. Der var dermed tale om alle lande, som deltog i ERM bortset fra Danmark og Grækenland. De bilaterale omregningsforhold mellem de deltagende landes valutaer blev samtidig annonceret. Som ventet blev det besluttet, at de hidtidige centralkurser i ERM skulle danne grundlag for omregningskurserne til euro.

Den 31. december 1998 blev de deltagende landes valutakurser over for euroen uigenkaldeligt fastlåst, hvorefter euroen 1. januar 1999 opstod som en selvstændig valuta. Fremgangsmåden den 31. december 1998 var bestemt af Maastricht-traktatens krav om, at 1 euro skulle være lig 1 ecu ved euroens indførelse. Proceduren blev indledt med, at de nationale centralbanker beregnede valutakurserne for deres nationale valutaer og sikrede sig, at de indbyrdes valutakurser mellem de deltagende landes valutaer var i overensstemmelse med de omregningskurser, der var blevet forudannonceret i maj 1998. Herefter blev kursen på den officielle ecu beregnet, og kursen på 1 euro kunne fastlægges. Denne procedure skyldes, at der i ecu-kurven også indgik valutaer fra lande, som ikke deltog i den 3. fase fra starten (fx britiske pund og danske kroner).²

Grækenland og Danmark var de eneste af udelandene, som ønskede at deltage i ERM2 fra starten i 1999. Efter græsk anmodning blev den græske drakmes centralkurs i ERM2 i januar 2000 revalueret med 3,5 pct. i forhold til euroen. Drakmen havde i en længere periode op til revalueringen ligget 6-7 pct. stærkere end den fastsatte centralkurs. Den 1. januar 2001 indtrådte Grækenland i eurosamarbejdet med en omregningskurs svarende til den gældende centralkurs for drakmen i ERM2-samarbejdet. Herefter var Danmark i nogle år den eneste deltager i ERM2.

¹ Jf. side 32 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1997.

² Jf. side 78-79 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998; og Winnie Jakobsen, Fastlåsning af valutakurserne, når ØMU'en starter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1997.

VALUTAUROEN I 1998¹

De internationale finansmarkeder var i 1998 præget af den uro, som begyndte i 1997 i Sydøstasien, jf. kapitel 9. I begyndelsen af 1998 var der en tendens til en svagere krone over for D-mark, især som følge af usikkerhed i markedet om udfaldet af den danske folkeafstemning om Amsterdam-traktaten den 28. maj 1998. Nationalbanken intervererede i valutamarkedet med salg af valuta mod kroner.

Fra begyndelsen af april forstærkedes tendensen, og kronen blev yderligere svækket til et niveau lige omkring centralkursen, da usikkerheden på valutamarkedet blev påvirket af en konflikt på det danske arbejdsmarked. Nationalbanken solgte alene i april 1998 valuta for netto 14 mia. kr. til støtte for kronen. Der var i realiteten tale om det første pres rettet isoleret mod den danske krone som følge af situationen i Danmark siden udvidelserne af båndgrænserne i ERM i august 1993. Valutasalget fortsatte ind i maj, og den 6. maj 1998 gennemførte Nationalbanken en renteforhøjelse på 0,5 procentpoint. Renteforhøjelsen kom som en overraskelse for markedet, og efter afklaringen af den usikkerhed, der var opstået i valutamarkedet forud for folkeafstemningen, kunne Nationalbanken den 29. maj nedsætte renten med 0,25 procentpoint.

Fra rentenedsættelsen i maj og frem til slutningen af august 1998 intervererede Nationalbanken stort set ikke i valutamarkedet. Situationen på de internationale finansielle markeder ændredes imidlertid, da der opstod et vedvarende pres mod den norske krone som følge af de faldende oliepriser og usikkerhed om den økonomiske politik. Samtidig opstod der uro omkring Rusland, jf. nedenfor. Presset mod den norske krone førte til, at Norges Bank efter gentagne renteforhøjelser i realiteten lod den norske krone flyde den 24. august ved at annoncere, at man ikke ville foretage yderligere renteforhøjelser eller støtte den norske krone gennem intervention i valutamarkedet. Der opstod et kortvarigt pres mod den danske krone, og Nationalbanken intervererede for betydelige beløb i valutamarkedet, men holdt de pengepolitiske renter uændrede. Den 25. august intervererede Nationalbanken således for omkring 5 mia. kr. for at støtte kronen. Om morgenen den 26. august kom kronen under yderligere pres, da et større nyhedsbureau fejlagtigt rapporterede, at den danske valutahandel var suspenderet. Fejlen blev hurtigt rettet, men Nationalbanken måtte om formiddagen den 26. august købe kroner for yderligere omkring 10 mia. kr. Som ved tidligere lejlig-

¹ Valuturoen i 1998 er nærmere behandlet på side 38-40 og 49-55 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998; Uroen på de internationale finansielle markeder i 1998 er behandlet i Leif Lybecker Eskesen, *Er sidste efterårs finansielle krise ovre?*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1999.

heder steg pengemarkedsrenterne kraftigt, hvilket fordyrede spekulation og hjalp med til at holde kronen fast. Spekulationsbølgen ophørte, og allerede om eftermiddagen den 26. august kunne Nationalbanken købe et mindre valutabeløb tilbage samtidig med, at kronen blev styrket. I perioden fra 27. august til 2. september kunne Nationalbanken tilbagekøbe valuta for omkring 6 mia. kr. parallelt med, at renteforholdene på pengemarkedet begyndte at blive normaliseret.

I september 1998 opstod der fornyet pres mod kronen i forbindelse med generel uro på de internationale finansielle markeder. Baggrunden for uroen var især, at der i Rusland i august blev indført et stop for betalinger på gæld til udlandet. Samtidig opgav Rusland at stabilisere rublen over for dollar, jf. kapitel 9. I mange lande medførte uroen en udvidelse af rentespændet mellem realkredit/virksomhedsobligationer og statsobligationer. Uroen på markederne betød bl.a., at en stor amerikansk hedgefond, Long Term Capital Management, LTCM, kom i problemer.¹ LTCM og andre investorer havde taget betydelige positioner i det danske realkreditmarked. Det medførte bekymring for, at kursdannelsen på danske realkreditobligationer kunne blive påvirket af tilbagesalg af realkreditobligationer. Det spillede her ind, at realkreditobligationer på dette tidspunkt ikke kunne anvendes som sikkerhed for pengepolitiske lån i Nationalbanken. Det gjorde alt andet lige danske realkreditobligationer mindre likvide i en situation med uro på de finansielle markeder.

Nationalbanken foretog støttekøb af kroner mod valuta for knap 13 mia. kr. i dagene 10.-18. september 1998 for at holde kronekursen stabil. Da interventionsbehovet, i modsætning til situationen i august, viste sig at være mere vedvarende, blev de pengepolitiske renter forhøjet med virkning fra 21. september. Presset mod kronen fortsatte umiddelbart efter renteforhøjelsen, da der opstod usikkerhed om den svenske krone efter valg i Sverige, og Nationalbanken måtte igen intervenere. Den 21. september blev der således intervenseret for knap 11 mia. kr. Presset aftog imidlertid hurtigt, og Nationalbanken kunne købe valuta samtidig med, at kronen blev styrket. Kommuniqueet af 26. september 1998 om dansk deltagelse i ERM2 bidrog markant til stabiliseringen, jf. boks 2.1 side 63. I årets sidste tre måneder kunne Nationalbanken købe en væsentlig del af den valuta tilbage, som var blevet brugt til at støtte kronen i august og september. Det gjorde det muligt parallelt hermed at nedsætte renten flere gange i de sidste måneder af 1998 og i begyndelsen af 1999. Under valutauroen i september 1998 var spændet mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og Tyskland en kort overgang om-

¹ Jf. Roger Lowenstein, *When Genius Failed*, HarperCollinsPublishers, 2002.

kring 2 procentpoint. I begyndelsen af 1999 var rentespændet indsnævret til omkring 0,5 procentpoint.

Det optionsjusterede rentespænd mellem 30-årige danske realkreditobligationer og 10-årige danske statsobligationer var i løbet af september og oktober steget med omkring 0,5 procentpoint, og i månederne september til november tilbagesolgte udlændinge netto realkreditobligationer for 25 mia. kr. I december 1998 købte udlændinge dog igen realkreditobligationer for netto 6 mia. kr.¹

Uroen på valutamarkedet i efteråret 1998 kunne håndteres inden for rammerne af Nationalbankens pengepolitiske instrumentarium. Da man i slutningen af 1998 stod midt i forberedelserne af en revision af instrumentariet – som bl.a. indebar en udvidelse af sikkerhedsgrundlaget for pengepolitiske lån med danske realkreditobligationer – valgte man dog at gennemgå det endnu en gang med særligt henblik på at vurdere robustheden under valutakriser. Det førte til, at man genintroducerede et foliorammesystem som en del af de nye instrumenter i 1999, jf. kapitel 3.

I efteråret 1998 var der ligeledes et arbejde i gang omkring nye retningslinjer for de statsgaranterede enheders låntagning, jf. supplement B. I november 1998 indgik Finansministeriet og Nationalbanken en ny aftale om retningslinjer for visse af de statsgaranterede enheders låntagning.² Som et led heri blev der i aftalerne mellem de statsgaranterede enheder og ministerierne indsat en bestemmelse om, at Nationalbanken kunne give pålæg om at indgå eller omgøre bestemte transaktioner, hvis en enheds låneadfærd blev skønnet at stride mod pengepolitiske hensyn.³ Nationalbanken blev herved sikret et ekstra instrument, såfremt de statsgaranterede enheder under en eventuel fremtidig valutakrise tog positioner, som kunne medvirke til at forstærke presset mod den danske krone.

ERM2 OG FORHANDLINGERNE OM DET SNÆVRE BÅND FOR DEN DANSKE KRONE I 1998

Udvidelsen af båndgrænserne til +/- 15 pct. i ERM i august 1993 betød umiddelbart en suspension af det fastkurssamarbejde, der havde givet store fordele for dansk økonomi. Udvidelsen af udsvingsgrænserne blev oprindeligt lanceret som midlertidige. I sin udtalelse af 2. august 1993 fastslog statsministeren, at det var regeringens håb, at:

¹ Jf. side 58 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998 og Leif Lybecker Eskesen, Er sidste efterårs finansielle krise ovre?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1999.

² Tilsvarende aftaler i relation til de øvrige statsgaranterede enheder blev senere indgået mellem Nationalbanken og de relevante ministerier.

³ Jf. side 54 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1998, og Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1999, kapitel 7: Statsgaranterede enheder.

"... der inden årets udgang kan aftales en væsentlig indsnævring af den midlertidige store udsvingsmargin."¹.

I nationalbankdirektør Erik Hoffmeyers udtalelse af 13. august 1993 blev det ligeledes annonceret, at man:

"... vil tilstræbe, at der i EF-regi aftales en væsentlig indsnævring af den store udsvingsmargin, der midlertidigt er fastsat til +/- 15 pct."².

Såvel Økonomiministeriet som Nationalbanken fremførte flere gange det danske ønske om en indsnævring af båndgrænserne i ERM i de relevante internationale mødefora. Danmark stod dog forholdsvis alene med dette synspunkt. De fleste andre lande i ERM-samarbejdet så en fordel i de brede båndgrænser, da de sikrede, at en valutakurs både kunne stige eller falde betydeligt i værdi. Det øgede usikkerheden omkring udfaldet af spekulation mod en valuta – man talte om, at det brede bånd gav spekulanterne en tosidet risiko ("two-way risk"). Dette argument fik endda øget vægt i argumentationen fra de øvrige ERM-landes side efter Asien-krisen i 1997, hvor flere sydøstasiatiske lande måtte opgive deres hidtidige fastkurspolitik over for dollar, jf. kapitel 9. Den udvidelse af båndgrænserne i ERM til +/- 15 pct., der oprindeligt skulle have været midlertidig, blev derfor permanent.

I oktober 1996 færdiggjorde EMI en rapport om en ny valutakursmekanisme, ERM2, der skulle afløse ERM ved starten af ØMU'ens 3. fase den 1. januar 1999. Det overordnede formål med ERM2 var at understøtte valutakursstabiliteten mellem den fælles valuta (euroen) og de EU-lande, der ikke havde indført euroen. EMI's rapport indgik som bilag til konklusionerne fra Det Europæiske Råds møde i Dublin i december 1996. EMI's forslag til principper og målsætninger for ERM2 blev uden væsentlige ændringer indarbejdet i den resolution, som blev vedtaget på Det Europæiske Råds møde i Amsterdam i juni 1997.³

Deltagelsen i ERM2 skulle være frivillig, men som nævnt var mindst 2 års forudgående deltagelse i valutakursmekanismen en forudsætning for eurodeltagelse. I ERM2 ville der for hvert deltagerlands valuta blive fastlagt en bilateral centalkurs i forhold til euro, og som udgangspunkt

¹ Citat fra udtalelsen, der er optrykt som bilag 3 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993.

² Citat fra udtalelsen, der er optrykt som bilag 4 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993.

³ Jf. Det Europæiske Råds resolution om indførelse af en valutakursmekanisme i 3. fase af Den Økonomiske og Monetære Union, Amsterdam, den 16. juni 1997 (De Europæiske Fællesskabers Tidende, C 236, 2.8.1997).

ville udsvingsbåndet være på +/- 15 pct. omkring centralkursen.¹ Hvis et deltagerlands valutakurs bevægede sig ud på en af udsvingsgrænserne i ERM2, skulle både Den Europæiske Centralbank, ECB, og deltagerlandets centralbank ved køb af den svage valuta og salg af den stærke sikre, at valutakursen blev holdt inden for udsvingsbåndet.² Intervention på udsvingsgrænserne ville i princippet være automatisk og ubegrænset. ECB og det pågældende deltagerlands centralbank kunne dog suspendere intervention, hvis det gav anledning til modstrid med hensynet til at opretholde prisstabilitet. Der ville være mulighed for at foretage koordineret intervention inden for udsvingsgrænserne. Beslutninger om centralkurser og udsvingsbånd ville kræve enighed mellem ministrene fra eurolandene, ECB samt ministrene og centralbankcheferne fra de lande uden for euroområdet, der deltog i ERM2, og skulle i givet fald ske efter en fælles procedure, som også Europa-Kommissionen skulle deltage i. Endelig skulle ERM2 i lighed med ERM indeholde bestemmelser om ydelse af ubegrænset kortfristet interventionskredit i tilfælde af intervention på udsvingsgrænserne.

Resolutionsteksten fra Amsterdam-topmødet åbnede mulighed for, at et land med gode konvergensresultater kunne opnå et smallere udsvingsbånd end de +/- 15 pct. Danmark havde under forhandlingerne om ERM2 lagt vægt på denne mulighed³ og udtrykte fra begyndelsen en klar interesse for en aftale om en snævrere valutatilknnytning til euroen. De egentlige forhandlinger måtte dog formelt set afvente ECB's etablering den 1. juni 1998, da ECB i henhold til Amsterdam-resolutionen skulle deltage i beslutningen.

Den britiske regering havde allerede i oktober 1997 meddelt, at Storbritannien ønskede at benytte sig af sin traktatfæstede ret til ikke at deltage i ØMU'ens 3. fase fra starten.⁴ I Sverige vedtog Riksdagen i december 1997 på baggrund af regeringens indstilling, at Sverige heller ikke ville deltage i 3. fase fra dennes begyndelse. Sverige havde ingen traktatfæstet ret til at stå uden for euroen, men ved at stå uden for ERM

¹ Euroen skulle således være centrum i ERM2-samarbejdet, idet de deltagende valutaer skulle have centralkurser i forhold til euroen, men ikke i forhold til hinanden, sådan som det var tilfældet i det hidtidige ERM-samarbejde. ERM2 blev derfor betegnet som en "hub and spokes" model og havde ikke samme multilaterale design som ERM. Indretningen af ERM2 sammenlignet med ERM er nærmere behandlet i Majken Køhler og Jesper Ulriksen Thuesen, *Institutionelle forhold for Danmark uden for ØMU, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt*, Maj 1997; og Kirsten Rohde Jensen, *Inside EU, outside EMU: institutional and legal aspects of the Exchange Rate Mechanism II*, publiceret i ECB, *Legal aspects of the European system of central banks*, 2005. Der forekom aldrig intervention på +/- 15 pct. båndgrænserne i ERM.

² De øvrige deltagerlande i ERM2 skulle ikke have nogen interventionsforpligtelse.

³ Jf. Danmarks Nationalbank, *Valutasamarbejde i 3. fase af ØMU*, Kvartalsoversigt, November 1996.

⁴ I juni 2003 offentliggjorde det britiske finansministerium en rapport om fem økonomiske kriterier, der skulle være opfyldt, før en beslutning om britisk euroløstelse kunne komme på tale, og på daværende tidspunkt var kun ét af de fem kriterier umiddelbart fuldt opfyldt. Det drejede sig om den gavnlige virkning af euroløstelse for den finansielle sektor. De fem økonomiske kriterier er nærmere beskrevet på side 77 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2003.

opfyldte Sverige ikke valutakurskriteriet for at deltage i den fælles valuta.¹ Grækenland og Danmark var derfor de eneste af udelandene, som ønskede at deltage i ERM2 fra starten i 1999.

Ved et af de månedlige møder med de økonomiske ministre og statsministeren i foråret 1998 foreslog Nationalbanken, at Danmark burde gå efter at få et udsvingsbånd på +/- 2,25 pct. i ERM2, hvilket fandt tilslutning i ministerkredsen. Et snævrere bånd end +/- 2,25 pct. kunne risikere at blive opfattet som "overambitiøst" blandt deltagerne på valutamarcederne med risiko for, at grænserne ville blive "testet" med spekulation mod kronen. Derimod havde Nationalbanken gennem en lang årække vist, at man var i stand til at holde kronen inden for et udsvingsbånd på +/- 2,25 pct. Et bredere bånd ville ikke have samme signalværdi i forhold til fastkurspolitikken som +/- 2,25 pct., der svarede til procent-satsen for det snævre bånd i ERM før udvidelsen af båndgrænserne i august 1993. Ved ministermødet i juni 1998 foreslog Nationalbanken, at man påbegyndte sonderinger hos ECB om et snævert bånd for kronen i ERM2 i lyset af, at spørgsmålet om ERM2 ville komme op på det uformelle møde i Ecofin-Rådet i Wien i september. Dette forslag blev ligeledes støttet af ministrene.

I juni og juli 1998 havde såvel nationalbankdirektørerne Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen som en række andre medarbejdere fra Nationalbanken møder med og telefonkontakter med medarbejdere i ECB på forskellige niveauer, hvor det danske ønske om et snævert bånd på +/- 2,25 pct. blev præsenteret. Den 18. august blev det danske ønske om et snævert bånd formelt godkendt i Valutaudvalget² og på et efterfølgende ministermøde mellem Statsministeriet, Økonomiministeriet og Finansministeriet. Økonomiminister Marianne Jelved orienterede den 26. august Folketingets Politisk-Økonomiske Udvalg og Europaudvalget om forberedelserne til at deltage i ERM2. Der blev derefter rettet henvendelse til formanden for Ecofin med anmodning om forhandlinger af det danske ønske om et snævert bånd og politisk beslutning herom på det uformelle Ecofin-møde i Wien i september.

Der opstod herefter nogen usikkerhed om, hvorvidt det danske ønske ville blive imødekommet. Den danske krone var som nævnt kommet under pres i august 1998 efter Norges overgang til flydende valutakurser. Situationen var ikke blevet bedre af, at den danske krone ligeledes var under pres i september i forbindelse med den internationale finansielle uro. Desuden havde et folketingsmedlem fra et af regeringsparti-

¹ Sverige afholdt i september 2003 folkeafstemning om indførelse af euroen. Forslaget blev forkastet med 56 pct. af stemmerne imod.

² Udvalg mellem Nationalbanken og topembedsmændene fra Statsministeriet, Økonomiministeriet og Finansministeriet.

KOMMUNIKÉ OM DANSK OG GRÆSK DELTAGELSE I DEN NYE
VALUTAKURSMEKANISME (ERM2), WIEN, 26. SEPTEMBER 1998

Boks 2.1

Ministrene fra eurolandene, ECB og ministrene og centralbankcheferne fra Kongeriget Danmark og Republikken Grækenland drøftede deltagelse i ERM2 for medlemsstater uden for euroområdet. Europa-Kommissionen har været involveret, og Den Monetære Komité er blevet hørt. De:

- hilste det velkomment, at den græske og den danske regering har besluttet at fortsætte deres deltagelse i valutakursmekanismen ved at overgå fra ERM til ERM2, som knytter deres valutaer til euroområdet.
- enedes om, at den græske drakme vil deltage i ERM2 med standardudsvingsbåndet omkring dens centalkurs over for euroen på +/- 15 pct.
- enedes om, at den danske krone vil deltage i ERM2 med et udsvingsbånd omkring dens centalkurs over for euroen på +/- 2,25 pct.

Aftalen vedrørende den græske drakme er en fortsættelse af en tilfredsstillende deltagelse i valutakursmekanismen efter fremskridt i konvergensprocessen og anerkender, at den fleksibilitet, som standardudsvingsbåndene giver, øger effektiviteten af den aktuelle stabilitetsorienterede monetære politik.

Aftalen vedrørende den danske krone er baseret på det høje niveau af konvergens, som Danmark har opnået i forhold til konvergenskriterierne, herunder den danske kroners meget høje grad af stabilitet på markederne og den uændrede paritet inden for ERM siden januar 1987. Dette er resultatet af vedvarende stabilitetsorienterede økonomiske politikker.

De ovenstående aftaler vil blive implementeret i henhold til den formelle procedure, som fremgår af Det Europæiske Råds resolution om ERM2, og træder således i kraft fra åbningen af valutamarkedene den 4. januar 1999.

Anm.: Uofficiel oversættelse.

Kilde: Side 20 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1998.

erne ifølge dagspressen¹ luftet muligheden for en devaluering af kronen, hvis den blev for stærk. Normalt var der dog opbakning bag fastkurspolitikken fra politikernes side, og finansminister Mogens Lykketoft tog da også straks afstand fra udtalelsen.

Det danske ønske om et snævert bånd fandt dog efter nogen diskussion tilslutning på mødet i Den Monetære Komité² den 16. september. Danmark fik endelig konfirmeret det snævre bånd med aftalen på det uformelle møde i Ecofin-Rådet den 25.-27. september 1998 i Wien mellem EU-landenes økonomi- og finansministre samt centralbankchefer.

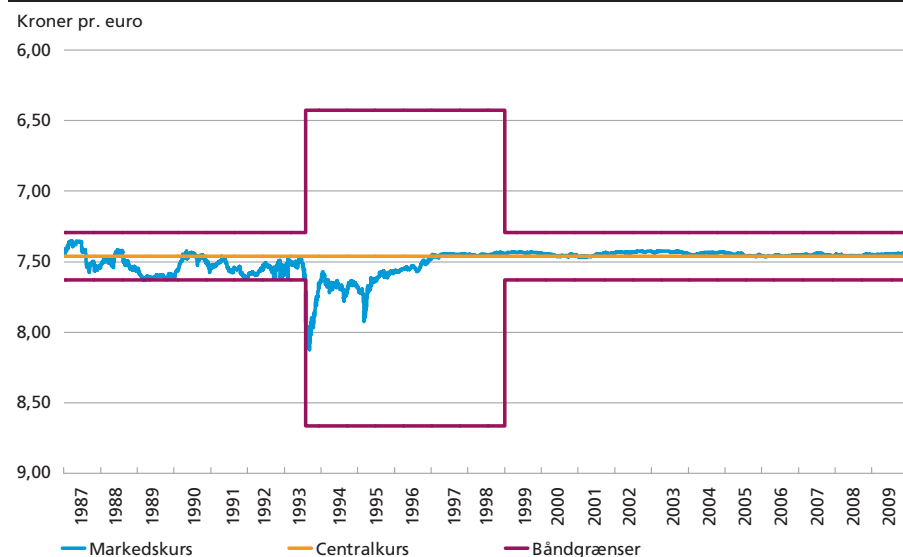
Det udsendte kommuniké fra mødet er gengivet i boks 2.1. Aftalen fastlagde, at den danske krone – i lyset af Danmarks høje grad af kon-

¹ Jf. side 13 i Børsen den 9. september 1998 og side 16 i Børsen den 10. september 1998.

² Den Monetære Komité var et rådgivende udvalg i EU bestående af to repræsentanter fra hvert medlemsland (én fra centraladministrationen og én fra centralbanken) og to repræsentanter fra Kommissionen. Den Monetære Komité havde primært til formål at forberede møderne i Ecofin og rådgive ministrene. Med ikrafttrædelsen af den 3. fase i ØMU'en i 1999 blev Den Monetære Komité opløst og erstattet af Det Økonomiske og Finansielle Udvalg, EFC.

KRONENS KURS OVER FOR EURO 1987-2009

Figur 2.1



Anm.: Omvendt skala. Før 1999 er anvendt en syntetisk kronkurs over for euro beregnet ud fra kronkursen over for D-mark og den pr. 1. januar 1999 fastlåste omregningskurs mellem euroen og D-marken. Første observation er den 12. januar 1987.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

vergens og stabilitetsorienterede økonomiske politik – ville indtræde i ERM2 med udsvingsgrænser omkring centralkursen i forhold til euro på +/- 2,25 pct., mens den græske drakme ville indtræde med standardudsvingsgrænserne på +/- 15 pct. Centralkurserne for kronen og drakmen over for euro kunne først fastsættes den 31. december 1998, hvor omregningsfaktoren mellem de nationale valutaer og euroen blev fastlagt. For den danske krones vedkommende kom centralkursen over for euro på 7,46038 kroner pr. euro¹ til at svare til den tidligere centralkurs over for D-mark, der havde været anvendt i ERM-samarbejdet siden den 12. januar 1987, jf. figur 2.1.

Regelsættet omkring ERM2 skulle ud over Amsterdam-resolutionen og det udsendte kommuniké fra det uformelle møde i Ecofin-Rådet i Wien i september 1998 bestå af en centralbankaftale. EMI havde i 1997 udarbejdet et udkast til aftalen, som den 1. september 1998 formelt blev indgået mellem ECB og centralbankerne i EU-landene uden for euroområdet.²

Centralbankaftalen omhandlede de mere tekniske og operationelle procedurer omkring ERM2 og indeholdt bl.a. et system med forhåndsaccept ved intervention over et vist beløb inden for rammerne af ERM2.

¹ Jf. pressemeddelelse fra Danmarks Nationalbank af 31. december 1998 (optrykt på side 124 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998).

² Jf. De Europæiske Fællesskabers Tidende, C 345, 13.11.1998.

Det krævede således forhåndsaccept fra ECB, når Nationalbanken ønskede at foretage intramarginale interventioner i euro for beløb, der overskred nogle aftalte grænser. Endvidere indeholdt centralbankaftalen visse bestemmelser om forhåndsinformation ved gennemførelse af andre valutatransaktioner end interventioner. ECB og de nationale centralbanker i euroområdet skulle fx på forhånd kontakte Nationalbanken, såfremt de ønskede at foretage valutatransaktioner i danske kroner over et aftalt beløb. Det åbnede mulighed for, at Nationalbanken og den pågældende centralbank kunne foretage en helt eller delvis direkte afregning af transaktionen uden om valutamarkedet og dermed undgå en uønsket påvirkning af kronekursen.¹

Systemet med forhåndsaccept ved intervention inden for rammerne af ERM2 var efter Nationalbankens opfattelse lidt af et levn fra fortiden. Det var selvfølgelig vigtigt for valutasamarbejdet straks at informere ECB, når Nationalbanken havde gennemført interventioner, men forhåndsgodkendelse burde ikke være nødvendig. Selv om systemet med forhåndsaccept i praksis foregik gnidningsfrit, kunne man i teorien forestille sig, at Nationalbanken havde behov for at intervenere meget hurtigt for store beløb, hvilket var vanskeligt foreneligt med tid til en formel godkendelsesprocedure. Nationalbanken ville da være nødt til at intervenere i dollar frem for euro.² Nationalbanken foreslog derfor ved et møde i Det Generelle Råd i ECB i marts 2004, at systemet med forhåndsaccept blev revurderet. Det førte i september 2004 til en mindre ændring af centralbankaftalen, så Nationalbanken og de øvrige ERM2-landes centralbanker ikke længere skulle indhente forhåndsgodkendelse hos ECB ved større interventioner i euro, men blot straks informere ECB herom.³

VALUTAMARKEDET OMKRING EUROAFSTEMNINGEN I 2000⁴

Handlen med euro som "kontopenge" på de internationale valutamarkeder blev påbegyndt den 4. januar 1999. Den praktiske omstilling til euroen forløb glat, og i august 1999 udtalte den danske statsminister, at der ville blive udskrevet en folkeafstemning om dansk deltagelse i eurosamarbejdet. Statsministeren udskrev folkeafstemningen i marts 2000 til afholdelse den 28. september 2000, og i maj 2000 fremlagde regeringen forslaget til lov om dansk deltagelse i den fælles valuta, jf. kapitel 8.

¹ Jf. Kim Abildgren, Steriliseret og ikke-steriliseret intervention i valutamarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2005.

² For en given kurs mellem dollar og euro kunne Nationalbanken indirekte påvirke krone-euro-kursen ved at intervenere i dollar mod kroner.

³ Jf. side 29 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2004.

⁴ Valutasituationen i 2000 er nærmere behandlet på side 30-34 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000.

I begyndelsen af 2000 var forskellen mellem Nationalbankens og ECB's pengepolitiske renter 0,30 procentpoint, og spændet mellem 3-måneders pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet lå omkring samme niveau. Kronen fortsatte i de første måneder af 2000 sin let sivende tendens over for euro fra sidste halvdel af 1999. Den underliggende tendens til svækkelse af kronen i denne periode kunne bl.a. henføres til omfattende porteføljeomlægninger hos større danske investorer til fordel for udenlandske værdipapirer. Med henblik på at dæmpe udsvingene i kronekursen solgte Nationalbanken i januar og februar 2000 valuta mod kroner for ca. 19 mia. kr. Tendensen til svækkelse af kronen fortsatte ind i marts, hvor meningsmålinger om dansk deltagelse i euroen ligeledes havde indflydelse på kursudviklingen. Vendepunktet kom i midten af marts, da NKT offentliggjorde sit salg af GIGA til det amerikanske Intel for 9,4 mia. kr.¹ Fra marts til slutningen af maj 2000 var der kun tale om en mindre valutaudstrømning, og i hele perioden var spændet mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet forholdsvis stabilt.

I forbindelse med en renteforhøjelse i ECB valgte Nationalbanken med virkning fra 9. juni 2000 at udvide spændet til ECB's pengepolitiske rente med 0,10 procentpoint til 0,45 procentpoint. Udvidelsen af rentespændet skyldtes en betydelig valutaudstrømning i slutningen af maj og begyndelsen af juni, hvor kronekursen bevægede sig under centalkursen, efter at flere meningsmålinger viste en dalende tilslutning til dansk deltagelse i eurosamarbejdet.

Nationalbankens pengepolitik blev i sommeren 2000 kompliceret af, at ECB i slutningen af juni overgik til at tildele likviditet ved de ugentlige primære markedsoperationer til variabel rente mod tidligere fast rente.² ECB's nye procedurer medførte, at Nationalbanken i en overgangsperiode måtte tilpasse sin praksis for renteændringer ved ændringer i ECBs rentesatser. Nationalbankens foliorente og diskonto blev nu ændret i takt med ændringer i ECB's minimumsbudrente, mens Nationalbankens udlåns- og indskudsbevisrente blev ændret, såfremt der opstod større

¹ Jf. meddelelsen "Intel køber GIGA - et selskab i NKT koncernen" fra NKT Holding til Københavns Fondsbørs af 15. marts 2000.

² Baggrunden for ECB's instrumentændring i juni 2000 var, at de hidtidige auktioner over likviditet med fast tildelingsrente var præget af et stadigt stigende grad af overbud set i forhold til banksystemets likviditetsbehov, jf. Kim Abildgren, Erfaringerne med Eurosystemets ugentlige pengepolitiske operationer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2002. Dette overbudsproblem blev løst ved overgangen til auktioner med variabel rente. Minimumsbudrenten var den laveste rente, som ECB tillod bankerne at byde for lån af likviditet ved auktionerne med variabel rente. Disse blev gennemført som "multiple price auctions", hvor bud med højeste rente blev imødekommet først, og hvor der skulle betales den rente, som blev budt. ECB accepterede successivt bud med lavere renter, indtil den af ECB ønskede tildeling af likviditet blev nået. Skæringsrenten var den laveste rente, hvortil der blev tildelt likviditet. I oktober 2008 vendte ECB indtil videre tilbage til auktioner med en fast tildelingsrente, men denne gang med fuld tildeling af den efterspurgte likviditet.

forskelle mellem skæringsrenten og minimumsbudrenten ved ECB's markedsoperationer.¹

Den vigende eurotilslutning i de danske meningsmålinger medvirkede til en udvidelse af spændet mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet, så det fra begyndelsen af juni til midten af juli steg med næsten 1 procentpoint til lige under 1,40 procentpoint. En del af denne udvidelse blev dog reverseret igen i perioden fra midten af juli til slutningen af august.

I den sidste tid op til folkeafstemningen den 28. september 2000 blev kronekursen atter svækket til under centalkursen, uden at der dog var tale om egentlig valutauro. Der blev foretaget en række mindre ændringer af Nationalbankens udlåns- og indskudsbevisrente, så spændet til ECB's minimumsbudrente den 27. september kom op på 0,60 procentpoint. I en kort periode blev spændet mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet udvidet til lidt over 2 procentpoint, og forskellen mellem 3-måneders pengemarkedsrenten i Danmark og Nationalbankens udlånsrente steg til knap 2 procentpoint. Reaktionen på pengemarkedet afspejlede markedsdeltagernes forventninger om renteforhøjelser, hvis der opstod pres på kronekursen. Selv om de korte markedsrenter begyndte at falde i anden halvdel af september, forblev 3-måneders-renten mærkbart højere end Nationalbankens rentesatser. For at dæmpe udsvingene i kronekursen solgte Nationalbanken i september valuta for omkring 11 mia. kr.

Ved folkeafstemningen den 28. september 2000 blev lovforslaget om dansk eurodeltagelse forkastet med 53 pct. af stemmerne imod. Umiddelbart efter afstemningen udsendte regeringen og Nationalbanken om aftenen en fælles pressemeddelelse², hvori det blev fastslået, at Danmark fortsatte den hidtidige fastkurspolitik inden for rammerne af ERM2. Nationalbanken forhøjede udlåns- og indskudsbevisrenten med 0,50 procentpoint med virkning fra den 29. september for at undgå usikkerhed om kronekursen efter folkeafstemningen. Spændet til ECB's minimumsbudrente kom herved op på 1,1 procentpoint. I perioden herefter blev kronen styrket over for euro, og udstrømningen af valuta blev

¹ I perioder med forventninger om rentestigninger, som det var tilfældet i 2. halvår 2000, var der en tendens til, at skæringsrenten kunne ligge noget højere end minimumsbudrenten. Det havde baggrund i, at forventningerne til udviklingen i minimumsbudrenten i reservekravsperioden påvirkede bankernes budadfærd. En forventning om renteforhøjelse i slutningen af en reservekravsperiode gav bankerne et incitament til at byde på forholdsvis mere likviditet ved auktionerne i starten af perioden, så en større del af reservekravet kunne opfyldes mens renten var lav. I marts 2004 ændrede ECB sine pengepolitiske instrumenter for at reducere renteforventningernes indflydelse på budadfærd og skæringsrente. Løbetiden på de pengepolitiske udlån blev reduceret fra 14 til 7 dage, og reservekravsperioden blev tilpasset kalenderen for de månedlige møder i Styrelsesrådet, hvor de pengepolitiske renter blev diskuteret. Herved blev det sikret, at der normalt ikke ville forekomme ændringer af minimumsbudrenten i løbet af en reservekravsperiode, jf. side 30 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2004.

² Optrykt på side 136 Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000.

vendt til en valutaindstrømning. I oktober købte Nationalbanken valuta for omkring 17 mia. kr., og en gradvis normalisering af Nationalbankens renter og pengemarkedsrenterne kunne påbegyndes. Rentespændet kom dog først i løbet af efteråret 2001 igen ned på niveauet fra begyndelsen af 2000.

NYE EU-LANDE OG ERM2

Efter at Grækenland indtrådte i eurosamarbejdet i januar 2001, var Danmark i nogle år den eneste deltager i ERM2.

EU-samarbejdet blev udvidet med 10 nye lande (Cypern, Estland, Letland, Litauen, Malta, Polen, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn) pr. 1. maj 2004. Endvidere blev Bulgarien og Rumænien optaget i EU pr. 1. januar 2007. De nye medlemslande indtrådte i EU med deres egen valuta og eget pengepolitiske regime, men på sigt ville de være forpligtet til at indføre euroen. Det krævede dog først opfyldelse af konvergenskriterierne, herunder kravet om deltagelse i ERM2 i mindst 2 år uden devaluering.

Standardudsvingsbåndet i ERM2 omkring den aftalte centalkurs var +/- 15 pct., men der kunne som nævnt efter særlig aftale med ECB og eurolandene blive tale om et snævrere udsvingsbånd. ECB's Styrelsesråd fastslog dog i december 2003, at sådanne aftaler ville være exceptionelle, idet standardudsvingsbåndet blev anset for hensigtsmæssigt for de nye medlemslande i begyndelsen af konvergensprocessen med euroområdet. Aftaler om snævre bånd kunne kun komme på tale ved en meget fremskreden fase af konvergensprocessen.¹

De nye medlemslande havde forud for optagelsen i EU vidt forskellige pengepolitiske regimer.² Eksempelvis førte de baltiske lande fastkurspolitik (Estland og Litauen via et currency board³), mens Polen og Tjekkiet havde en inflationsmålsætning kombineret med et flydende valutakursarrangement. ERM2 ville være forenelig med en række af de valutakursordninger, som eksisterede i de tiltrædende lande, men for nogle landes vedkommende ville ERM2-deltagelse kræve ændringer i det pengepolitiske regime. Ecofin-Rådet havde således tilkendegivet, at det i princippet ville være muligt at deltage i ERM2 med et currency board,

¹ Jf. side 75 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2003.

² Jf. Niels Peter Hahnemann og Jens Anton Kjærgaard Larsen, *Tiltrædelseslandene og konvergenskriterierne*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2003; Jens Thomsen, *EU's udvidelse 2004*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2004; og Peter Ejler Storgaard, *Mål og midler i pengepolitikken*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2004.

³ Et currency board er en vidtgående form for fastkurspolitik. I lande med currency boards bygger pengepolitikken på, at den indenlandske pengebase (dvs. sedler og mønter samt bankernes indskud i centralbanken) er fuldt dækket af udenlandsk valuta eller guld. Samtidig kan enhver frit og uden begrænsninger veksle til og fra ankervalutaen til en fast kurs, jf. Ulrik Bie og Niels Peter Hahnemann, *Currency boards*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2000.

hvis det vurderedes at fungere tilfredsstillende, mens fx såkaldte "crawling pegs" og fastkursarrangementer over for andre valutaer end euroen vurderedes som værende uforenelige med ERM2.¹

For Nationalbanken var det afgørende, at ERM2 blev fastholdt som et velfungerende fastkurssamarbejde over for euro. Det blev fra dansk side understreget i forbindelse med diskussioner af de nye landes optagelse i ERM2. For at fastkurssystemet kunne virke tillidsfremmende og understøtte økonomisk konvergens, var det vigtigt, at de nye EU-lande inden optagelse i ERM2 gennemførte en tilpasning af penge- og finanspolitikken, så den stabiliseringspolitiske ramme blev bragt i overensstemmelse med kravene til fastkurspolitik. I ERM2 ville pengepolitikken skulle anvendes til stabilisering af valutakursen, mens finanspolitikken og den øvrige økonomiske politik ville blive de væsentligste økonomisk-politiske instrumenter til håndtering af eventuelle ubalancer i økonomien. Sidstnævnte gjaldt ligeledes ved eurodeltagelse. En væsentlig forudsætning for en vellykket ERM2-deltagelse var derfor, at det offentlige budget var under kontrol.²

De nye medlemslande var ikke alle lige langt i konvergensprocessen, og en for tidlig fastlåsning af valutakursen risikerede at føre til valutauro.³ Det var Nationalbankens underliggende bekymring, at eventuel uro omkring nye deltagerlandes valutaer i ERM2 kunne risikere at smitte af på kronen. Det var dog en bekymring, som efterfølgende viste sig ubegrundet. Optagelsen af nye lande i ERM2 i 2004 og årene derefter, jf. boks 2.2, forløb uden spændinger.⁴

Den gnidningsfrie funktion af ERM2 med en bred medlemskreds med varierende grad af valutakursstabilitet over for euro skulle formentlig ses i lyset af indretningen af ERM2. I ERM2 havde de deltagende valutaer udelukkende centralkurser i forhold til euroen, men ikke i forhold til hinanden, sådan som det var tilfældet med den tidligere valutakursmekanisme, ERM. Under ERM2 vurderede valutamarkedet derfor kursrelationen i forhold til euro for hver enkelt valuta for sig, så der ikke opstod tvivl om hele valutakursmekanismen og de øvrige valutaers centralkurser i tilfælde af pres mod en enkelt af deltagervalutaerne. Hertil kom, at deltagerkredsen i ERM2 bestod af små økonomier.

¹ Jf. side 72 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2002. Som led i forberedelsen på indtræden i ERM2 ændrede Litauen ankeret for sit currency board fra dollar til euro i februar 2002, mens Letland ultimo 2004 ændrede valutatilknytningen i sit fastkurssystem fra SDR til euro.

² Jf. Jens Thomsen, Comment on EU enlargement and monetary integration, publiceret i Carsten Detken, Vitor Gaspar og Gilles Noblet (red.), *The New EU Member States. Convergence and Stability*, European Central Bank, 2005.

³ Jf. side 28 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2003.

⁴ Det samme gjaldt opskrivningen af centralkursen for den slovakiske koruna med 8,5 pct. i marts 2007 og 17,6472 pct. i slutningen af maj 2008.

NYE EU-LANDES DELTAGELSE I ERM2		Boks 2.2
	Indtræden i ERM2	Udtræden af ERM2 og indførelse af euroen
Estland	28. juni 2004	1. januar 2011 ¹⁾
Litauen	28. juni 2004	
Slovenien	28. juni 2004	1. januar 2007
Cypern	2. maj 2005	1. januar 2008
Letland	2. maj 2005	
Malta	2. maj 2005	1. januar 2008
Slovakiet	28. november 2005	1. januar 2009

1) 1 juli 2010 godkendte Ecofin-Rådet, at Estland kan optages i euroområdet den 1. januar 2011.

Kilde: Europa-Kommissionen og ECB.

KAPITALBEVÆGELSER, KRONEKURS OG INTERVENTION SIDEN 1999

Indførelsen af euroen den 1. januar 1999 ændrede ikke ved den hidtidige danske fastkurspolitik. Kronen var nu knyttet til euro gennem deltagelse i ERM2 med et udsvingsbånd på +/- 2,25 pct. og en centalkurs, der svarede til den tidligere centalkurs over for D-mark.

Nationalbanken fortsatte politikken med at stabilisere kronekursen tæt på centalkursen, som var blevet indledt i 1996. Som udgangspunkt indebar det, at Nationalbankens rentesatser normalt fulgte de renter, som Den Europæiske Centralbank, ECB, fastsatte for euroområdet. Mindre udsving i kronekursen blev imødegået ved køb eller salg af valuta mod kroner, jf. figur 2.2. Ved mere vedvarende tendenser til svækkelse eller styrkelse af kronen blev der foretaget ensidige ændringer i Nationalbankens rentesatser.

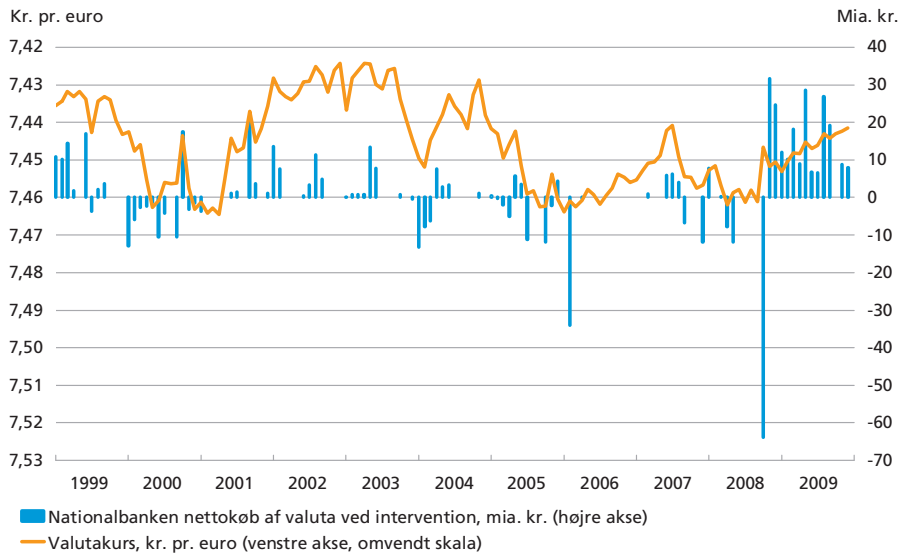
I årene efter den danske euroafstemning i 2000 og frem til finanskrisen i 2008 var forholdene omkring kronen normalt præget af ro og stabilitet. Det var her muligt at stabilisere kronen med et forholdsvis begrænset interventionsomfang og få dage med interventioner, jf. tabel 2.1. I takt med fastkurspolitikens stigende troværdighed – og de stabile økonomiske forhold i Danmark – bidrog markedsdeltagerne i høj grad selv til at sikre en stabil kronekursudvikling ved at tage positioner i valutamarkedet ud fra en forventning om en stabil kronekurs ("stabiliserende spekulation").¹ Under valutakriserne i den første del af 1990'erne havde man ligeledes set flere tilfælde, hvor spekulation havde medvirket til en stabilisering af kronekursen. Det var endvidere erfaringen fra perioderne med valutauro i 1993, at indlændinge tog positioner i valutaterminsmarkedet med – og ikke imod – kronen.²

¹ Jf. Grundlag for Bodil Nyboe Andersens udtalelser på Finansrådets årsmøde den 5. december 2001 (optrykt på side 77-81 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2002).

² Jf. side 38 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993.

KRONEKURS OG INTERVENTION 1999-2009

Figur 2.2



Anm.: Månedssdata. Interventioner er periodiseret efter valørtidspunkt. Valutakurs ved månedssultimo. Alle interventioner er foretaget af Nationalbanken.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

INTERVENTION I KRONEVALUTAMARKEDET 1990-2009

Tabel 2.1

	Køb af valuta	Salg af valuta	Nettokøb af valuta	Antal dage med intervention
	Mia. kr.			
1990	30	1	29	84
1991	1	3	-2	19
1992	23	39	-16	33
1993	54	84	-31	73
1994	11	0	11	21
1995	37	5	32	84
1996	46	22	23	96
1997	40	6	34	63
1998	42	71	-30	86
1999	62	5	56	65
2000	21	58	-37	55
2001	27	4	24	11
2002	41	0	41	35
2003	25	1	24	20
2004	15	28	-12	34
2005	16	34	-18	35
2006	0	34	-34	13
2007	17	19	-2	17
2008	66	86	-20	48
2009	154	0	154	46

Anm.: Interventioner er periodiseret efter valørtidspunkt bortset fra interventioner i valutaterminsmarkedet i 1990-91, der er medtaget på handelstidspunktet. En del af de store interventioner til støtte for kronen under valutauroen i 1992-93 blev foretaget af andre centralbanker i ERM og ikke af Nationalbanken. Disse interventioner er ligeledes medtaget i tabellen. Fra og med august 1993 er alle interventioner foretaget af Nationalbanken.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Det var navnlig kapitalbevægelser afledt af grænseoverskridende porteføljeinvesteringer – dvs. handel med danske og udenlandske værdipapirer mellem danske og udenlandske investorer – som på kort sigt kunne påvirke kronens kurs over for euro, og Nationalbankens interventioner fungerede normalt som et velegnet instrument til at stabilisere sådanne kortsigtede udsving i kronekursen. Baseret på erfaringerne fra perioden 1999-2004 krævede det i gennemsnit køb eller salg af valuta for omkring 7,5 mia. kr., såfremt kronekursen skulle flyttes med 10 øre pr. 100 euro.¹ Kapitalstrømme knyttet til porteføljeinvesteringer havde i samme periode en påvirkning på kronekursen af samme størrelsesorden.²

Kapitalbevægelser knyttet til porteføljeinvesteringer blev stort set fuldt liberaliseret i midten af 1980'erne, og udviklingen gennem 1990'erne var karakteriseret ved et stigende omfang af grænseoverskridende kapitalbevægelser. I årene efter 2000 kunne porteføljeinvesteringer selv under rolige forhold på valutamarkederne antage et omfang, som tidligere kun var set under valutakriser, jf. figur 2.3. I årene efter 1999 var der en tendens til nettokapitaludstrømning fra porteføljeinvesteringer. Det skulle bl.a. ses i sammenhæng med øgede placeringsbehov i pensionskassesektoren i takt med opbygningen af arbejdsmarkedspensioner.³

Når Nationalbanken på trods af det øgede omfang af grænseoverskridende kapitalbevægelser stadig var i stand til at styre kronekursen, skyldtes det for det første, at valutakurspåvirkningen af porteføljestrømme var blevet mindre over tid i takt med øget tiltro til fastkurspolitikken og et mere likvidt kronevalutamarked.⁴ For det andet var kapitalbevægelserne i perioder uden egentlig uro på de finansielle markeder blevet mere rentefølsomme, så selv meget beskedne ændringer i Nationalbankens pengepolitiske renter kunne bremse eller foranledige store kapitalstrømme.

Der var i årene efter 1999 normalt ikke tegn på nogen systematisk påvirkning af kronekursen fra transaktioner knyttet til direkte investeringer, selv om virksomhedsopkøb i enkelte tilfælde – sammen med andre

¹ Jf. Allan Bødskov Andersen, Kurspåvirkningen af Nationalbankens interventioner i valutamarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2005. Yderligere analyser af Nationalbankens valutamarkedsinterventioner i perioden 2002-04 med anvendelse af højfrekvente data (5-minutters intervaller) findes i Rasmus Fatum og Jesper Pedersen, Real-time effects of central bank intervention in the euro market, *Journal of International Economics*, vol. 78(1), 2009.

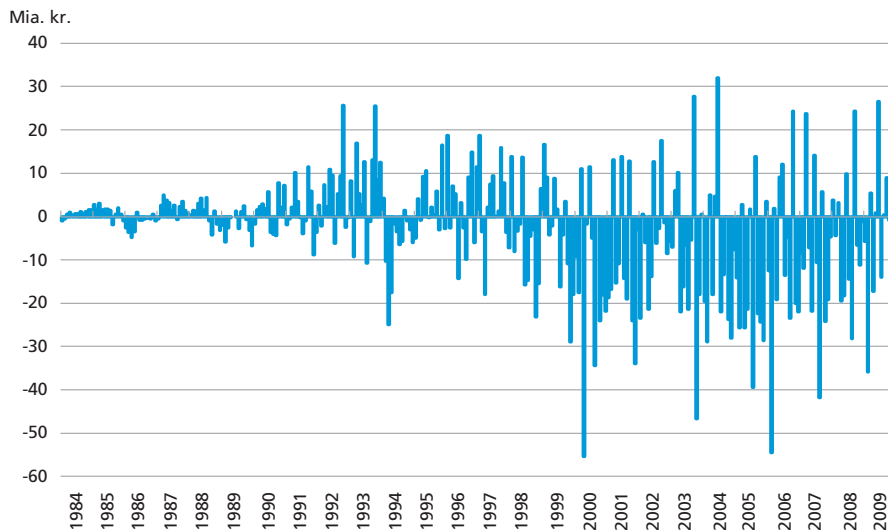
² Jf. Jakob Lage Hansen og Peter Ejler Storgaard, Kapitalbevægelsernes betydning for kronekursen, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2005.

³ Jf. boks 2 om "Institutionelle investørers køb af udenlandske værdipapirer" i Danmarks Nationalbank, Seneste økonomiske og monetære udvikling, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2006.

⁴ Økonometriske beregninger indikerede, at en nettokapitalindstrømning fra porteføljeinvesteringer på 10 mia. kr. styrkede kronekursen over for euro med 12 pips (dvs. fx fra 744,01 til 743,89 kr. pr. 100 euro) i perioden 1999-2004, 149 pips i perioden 1989-98 og 661 pips i perioden 1984-88, jf. Kim Abildgren, Short-term impacts on exchange rates from portfolio flows to and from Denmark 1984-2004, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 146(2), 2008. Beregningerne er for perioden før 1999 baseret på en syntetisk kronekurs over for euro beregnet ud fra kronekursen over for D-mark og den pr. 1. januar 1999 fastlåste omregningskurs mellem euroen og D-marken.

NETTOKAPITALINDSTRØMNING TIL DANMARK FRA
PORTEFØLJEINVESTINGER 1984-2009

Figur 2.3



Anm.: Månedstotaler. Ekskl. penge- og realkreditinstitutternes transaktioner i værdipapirer i fremmed valuta for egen regning og statens nettolåntagning i valuta.

Kilde: Kim Abildgren, Short-term impacts on exchange rates from portfolio flows to and from Denmark 1984-2004, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 146(2), 2008. Opdateret med nye og reviderede tal ud fra kilderne anført i Abildgren, op.cit.

faktorer – kunne have en observerbar påvirkning af kronkursen.¹ Det kunne muligvis have sammenhæng med, at fusioner og virksomheds-overtagelser ofte skete i form af aktiebytte og ikke blev afregnet kontant. Endvidere kunne man i visse tilfælde observere, at valutakurspåvirkningen fra direkte investeringer fandt sted allerede i forbindelse med forlydender om virksomhedsovertagelser eller offentliggørelsen af en kommende overtagelse snarere end på selve transaktionstidspunktet, jf. NKT's tidligere nævnte offentliggørelse af sit salg af GIGA til det amerikanske Intel i 2000. Det kunne ligeledes spille ind på valutakurspåvirkningen, hvordan det specifikke virksomhedsopkøb var konstrueret med hensyn til låntagning og brug af valutahandler.²

Perioden efter 1990 var bortset fra 1998 karakteriseret ved overskud på betalingsbalancen. Selv om det isoleret set må have bidraget til at understøtte kronen, gav den nettoerhvervelse af fordringer på udlandet, der fulgte af et betalingsbalanceoverskud, ikke nødvendigvis anledning til efterspørgsel efter kroner. Man kunne eksempelvis forestille

¹ Jf. analysen dækkende perioden 1999-2004 i Jakob Lage Hansen og Peter Ejler Storgaard, Kapitalbevægelsernes betydning for kronkursen, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2005. Selv om valutakurspåvirkningen fra direkte investeringer ikke var signifikant i denne undersøgelse, var fortegnet dog som forventet. Se endvidere side 75-76 i Danmarks Nationalbank, *Pengepolitik i Danmark*, 3. udgave, 2009.

² Jf. Peter Jayaswal, Mette Kornvig og Katrine Skjærbæk, Kapitalfonde, kapitalbevægelser og valutamarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2006.

REGISTREREDE BRUTTOBETALINGER FRA OG TIL UDLANDET, APRIL 1989-
APRIL 2004

Tabel 2.2

Mia. kr.		april 1989	april 1992	april 1995	april 1998	april 2001	april 2004
Løbende betalinger	Fra udlandet	26	37	43	57	94	73
	Til udlandet	29	36	42	59	88	71
	I alt brutto	55	73	85	116	182	144
Kapitalbetalinger	Fra udlandet	26	86	113	191	213	438
	Til udlandet	27	90	105	194	232	459
	I alt brutto	53	176	217	385	445	896
Samtlige betalinger	Fra udlandet	52	123	155	248	307	511
	Til udlandet	56	126	147	253	320	530
	I alt brutto	108	249	302	501	627	1.041

Memo:

Løbende betalinger i procent af samtlige betalinger	51	29	28	23	29	14
---	----	----	----	----	----	----

Anm.: Grundet omlægninger af statistikken er det ikke muligt at føre tallene længere frem end til 2004. Kapitalbetalingerne er inkl. derivater fra og med 2001. De registrerede kapitalbetalinger undervurderer det reelle omfang af kapitalbetalinger, da opgørelsen ikke omfatter transaktioner mellem valutaindlændinge og valutaudlændinge, som lader banksektorens (efter 1999: en banks) udlandsstilling være upåvirket (fx et dansk pengeinstituts køb af et udenlandsk værdipapir).

Kilde: Danmarks Nationalbank.

sig, at en dansk eksportør valgte at beholde sit tilgodehavende i udenlandsk valuta frem for at veksle det til danske kroner, fx hvis der var tale om store internationalt orienterede virksomheder eller et dollarbaseret erhverv som skibsfart. Perioden efter 1990 var endvidere karakteriseret ved en aftagende betydning af bruttobetalingen knyttet til betalingsbalancens løbende poster sammenlignet med bruttobetalingen knyttet til betalingsbalancens finansielle poster, jf. tabel 2.2. I slutningen af 1980'erne udgjorde "løbende" bruttobetalingen omkring 50 pct. af de samlede bruttobetalingstrømme på tværs af de danske landegrænser. I 2004 var det tilsvarende tal 14 pct. Det var således kapitalbevægelser, som fik den altdominerende betydning for kronekursen efter afskaffelsen af de sidste kapitalrestriktioner i 1988.

STRUKTURUDVIKLINGEN PÅ KRONEVALUTAMARKEDET¹

I 1991 ophørte den daglige valutakursnotering i Nationalbanken.² I årtier havde de fleste større valutahandlere deltaget i den daglige kursfast-

¹ Udviklingen på kronevalutamarkedet er nærmere behandlet i Henrik Smed Krabbe og Lisbeth Stausholm Pedersen, Det danske valutamarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 1998; og Kim Abildgren, Kronevalutamarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2006.

² Jf. side 271 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993; og Bent Andersen, Valutakursnoteringen i Danmarks Nationalbank, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, November 1991.

sættelse i Nationalbanken, hvor de officielle valutakurser blev fastlagt af udbud og efterspørgsel efter valuta mod kroner efter et auktionsslignende princip inden for en tidsramme af normalt 5 minutter. I løbet af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne var tiden dog gradvis løbet fra denne form for officielle kursnoteringer. Valutaerne blev i stigende grad handlet dagen igennem på valutamarkedene verden over til varierende kurser, som løbende kunne følges via moderne informationssystemer og nyhedsmedier. Valutaomsætningen ved noteringssessionerne aftog derfor, hvilket blev yderligere forstærket efter de store fusioner i den danske banksektor i 1990, hvor 6 store banker blev slået sammen til to banker, jf. kapitel 4.

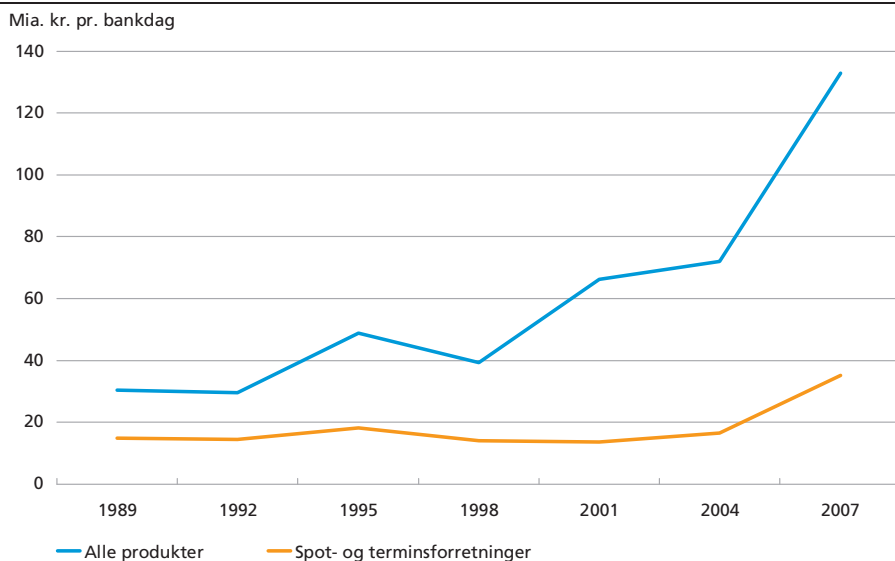
Efter ophævelsen af den officielle valutakursnotering fortsatte Nationalbanken med én gang dagligt at offentliggøre information om den danske kronens kurs over for en række andre valutaer på baggrund af oplysninger fra en række centralbanker. I forbindelse med ophøret af valutakursnoteringen tilkendegav Finansrådet over for Nationalbanken, at pengeinstitutterne indtil videre ville basere sig på Nationalbankens informationskurser ved afregning af mindre betalinger over for kunder. Pengeinstitutterne var ikke forpligtet til at anvende Nationalbankens informationskurser. Nationalbankens valutakurser fandt dog også i perioden efter 1991 anvendelse i mange kontrakter ud fra ønsket om at anvende en uafhængig kilde.

Fra 1989 deltog Nationalbanken i den internationale statistik over omsætningen på valutamarkedene verden over, som koordineres af Den Internationale Betalingsbank, BIS, hvert 3. år.¹ Ifølge statistikken fra april 2007 var den gennemsnitlige daglige omsætning på det danske kronevalutamarked – dvs. valutaomsætning med danske kroner, der involverede et pengeinstitut lokaliseret i Danmark – på 133 mia. kr. pr. bankdag, mens omsætningen på det globale kronevalutamarked – dvs. valutaomsætning med danske kroner, der involverede et pengeinstitut lokaliseret i enten Danmark eller udlandet – var på 154 mia. kr. pr. bankdag. Omkring 15 pct. af omsætningen med kroner på valutamarkedet gik altså ikke gennem pengeinstitutter lokaliseret i Danmark. En del af den globale omsætning med kroner foregik mellem danske bankers udenlandske enheder og danske erhvervsvirksomheders udenlandske enheder. Det var dog eksempelvis også almindeligt, at store danske virksomheder og institutionelle investorer handlede fremmed valuta mod kro-

¹ Jf. Helge Fosgaard, Omsætningen på valutamarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, November 1989. BIS blev oprettet i 1930 med henblik på at fremme samarbejdet mellem centralbanker og administrere de tyske krigsskadebetalinger i relation til 1. Verdenskrig, jf. Gianni Toniolo, *Central Bank Cooperation at the Bank for International Settlements 1930-1973*, Cambridge University Press, 2005. Aktionærerne i BIS er centralbankerne i en række lande, herunder Danmarks Nationalbank.

OMSÆTNINGEN PÅ DET DANSKE KRONEVALUTAMARKED 1989-2007

Figur 2.4



Anm.: Gennemsnitlig daglig omsætning i april de pågældende år. Omsætningen med spot- og terminsforretninger i 1989 er delvis baseret på skøn.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

ner med store internationale banker, som de i forvejen havde andre finansielle transaktioner med, fx handler med udenlandske værdipapirer.

Målt i absolutte størrelser steg omsætningen på den danske del af kronevalutamarkedet fra 30 mia. kr. pr. bankdag i april 1989 til 133 mia. kr. pr. bankdag i april 2007, jf. figur 2.4. En stor del af stigningen kunne dog henføres til omsætningen med valutaswaps med det ene ben i kroner, der snarere var at betragte som et pengemarkedsprodukt end et valutamarkedsprodukt. Formålet med disse forretninger var ofte at skaffe eller udlåne kronelikviditet for en kortere periode mod sikkerhed i valuta, typisk dollar. Ses alene på den "klassiske" valutaomsætning i form af spot-¹ og terminsforretninger², udviklede omsætningen sig væsentligt mere moderat på trods af en betydelig forøgelse af betalings-samkvetmet mellem Danmark og udlandet gennem perioden. Den relativt moderate vækst i omsætningen med spot- og terminsforretninger opgjort i milliarder kroner skulle ses i lyset af reduktionen af kronens udsving over for D-mark og siden 1999 euro, der alt andet lige gav et mindre behov for afdækning af valutakursrisici. Sidstnævnte gav sig ligeledes udslag i en meget beskedne omsætning med kronedenomine-

¹ Valutahandler med afvikling senest 2 dage efter handelsdagen.

² Valutahandler med afvikling senere end 2 dage efter aftaledagen.

SKØNSMÆSSIGT SPÆND MELLEM KØBS- OG SALGSKURSER FOR KRONER
 MOD D-MARK (1992-98)/EURO (1999-2009) I INTERBANK-MARKEDET,
 UDVALGTE PERIODER

Tabel 2.3

	Faktisk handelsspænd, pct.
1992	ca. 0,250
1994	0,013-0,026
1998-99	0,004-0,013
2000-09	0,004-0,007

Kilde: Danmarks Nationalbank.

rede valutaderivater som fx valutaoptioner¹, ligesom visse danske institutionelle investorer i perioder valgte ikke at afdække positioner i euro via valutaterminsforretninger².

Spændene mellem købs- og salgskurser for kroner mod D-mark og senere euro i den indbyrdes handel mellem de professionelle valutahandlere blev indsnævret betydeligt i årene efter 1990 i takt med øget likviditet i kronevalutamarkedet. I forbindelse med valutakriserne i første halvdel af 1990'erne kunne der dog være ganske store forskelle mellem købs- og salgskurser på kroner mod D-mark. I årene efter 2000 blev der handlet med et spænd i spotforretningerne på 3-5 øre pr. 100 euro svarende til 0,004-0,007 pct., jf. tabel 2.3.

Frem til ophøret af valutakursnoteringen i Nationalbanken i 1991 fandt Nationalbankens interventioner i kronevalutamarkedet sted ved de daglige noteringssessioner i Nationalbanken, ved handel via valutamarkedsmæglere og ved bilateral telefonhandel. I en længere årrække derefter benyttede Nationalbanken sig udelukkende af valutamarkedsmæglere og telefonhandel i forbindelse med gennemførelsen af sine interventioner. Med tiden vandt de elektroniske handelssystemer indpas på det danske valutamarked. I 2004 blev således 47 pct. af de danske bankers indbyrdes valutaspøthandler mod såvel kroner som andre valutaer gennemført via elektroniske systemer.³ Nationalbanken begyndte i 2005 ligeledes at foretage interventioner via elektroniske handelssystemer. Herved blev det sikret, at Nationalbankens interventioner fortsat blev foretaget via alle de gængse handelskanaler.

Der var endvidere en udvikling i måden, hvorpå handler i kronevalutamarkedet blev afviklet. Traditionelt fandt afviklingen sted ved, at de to parter i en valutahandel uafhængigt af hinanden sendte betalingsinstrukser til hver sin korrespondentbank om at overføre det solgte beløb

¹ Dvs. en aftale, som giver den ene part ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et beløb i én valuta mod et beløb i en anden valuta på et fremtidigt tidspunkt til en aftalt kurs.

² Jf. fx side 15 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2008.

³ Jf. Peter Askjær Drejer og Vibeke Buur Hove, Omsætning på valuta- og derivatmarkederne i april 2004, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2004.

til modpartens konto hos dennes korrespondentbank. I den første del af 1990'erne kom der fokus på risici ved korrespondentbankafvikling i forbindelse med Drexel Burnham Lambert gruppens kollaps i 1990 og betalingsstandsningen hos Bank for Credit and Commerce International i 1991.¹ Det grundlæggende problem ved korrespondentbankafvikling var, at de to parter i en valutahandel ikke havde fuld sikkerhed for, at modparten afsendte sin betalingsinstruks og gennemførte betalingen ("Herstatt risks"²).

I 1996 offentliggjorde G10-landenes centralbanker en rapport med anbefalinger til, hvilke initiativer markedsdeltagerne samt centralbanker og tilsynsmyndigheder kunne tage med henblik på at reducere afviklingsrisiciene ved valutahandel.³ Bl.a. blev den internationale bankverden opfordret til at udvikle en eller flere risikobegrænsende afviklingsfaciliteter, der kunne sikre, at begge sider i en valutahandel blev afviklet samtidigt.

Som opfølgning herpå blev der i september 2002 etableret et internationalt afviklingssystem for valutahandler, Continuous Linked Settlement, CLS. CLS tog form af et privat bankaktieselskab ejet af de største kommercielle valutahandlere i verden. Ved afvikling af valutahandler via CLS blev det sikret, at begge parter i en valutahandel indbetalte hver deres del af handlen til CLS, før betalingerne blev udvekslet (en "payment-versus-payment"-procedure).

Danske kroner blev medtaget i CLS i september 2003, og i marts 2005 blev der afviklet kronevalutahandler via CLS i et omfang, der svarede til omkring to tredjedele af den globale omsætning med kronevaluta i april 2004.⁴ Den høje andel af kronevalutahandlen, som hurtigt overgik til afvikling via CLS, skulle ses i lyset af, at en høj andel af kronevalutamarkedet var koncentreret på relativt få banker, som alle var medlemmer af CLS.

DEN EFFEKTIVE KRONEKURS

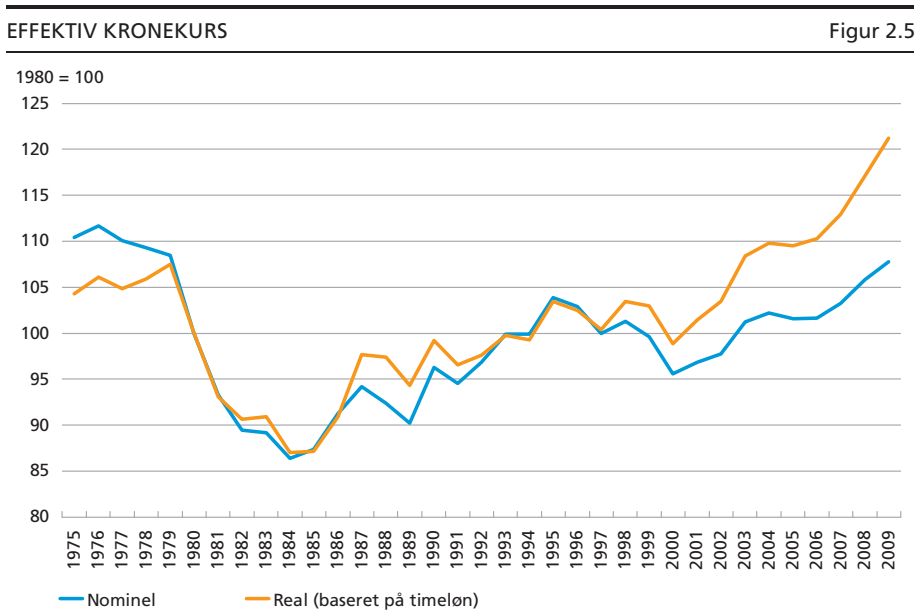
Den nominelle effektive kronekurs var forholdsvis stabil i årene 1990-2005, selv om valutakurspolitikken ikke var indrettet mod at styre udviklingen i indekset under ét, jf. figur 2.5. Euroområdet – og før 1999 D-

¹ Jf. Lone Natorp og Tina Skotte Sørensen, Afvikling af valutahandler, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2006.

² Opkaldt efter betalingsstandsningen i Bankhaus Herstatt i 1974. Da det tyske pengemarked grundet forskelle i tidszoner lukkede tidligere end det amerikanske, havde en række amerikanske banker, som havde solgt D-mark mod dollar til Herstatt, inden lukningen af det tyske marked indbetalt D-mark til Herstatt i forventning om, at Herstatt samme dag ville betale dollar til dem. Det skete imidlertid ikke, jf. side 11 i Danmarks Nationalbank, *Betalingsformidling i Danmark*, 2005.

³ Jf. Lars G. Sørensen, Afviklingsrisici i valutahandel, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, August 1996.

⁴ Jf. CLS, CLS Brief, Issue 09, juni 2005.



Anm.: Den effektive kronekurs er beregnet som et vægtet gennemsnit af de bilaterale valutakurser over for de vigtigste af Danmarks handelspartnere. Vægtene i kronekursindekset afspejler konkurrenceforholdene for handel med industrivarer. En stigning i det effektive kronekursindeks er udtryk for en styrkelse af kronen over for det vægtede gennemsnit af de valutaer, der indgår i indekset.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

markblokken – tegnede sig for omkring 50 pct. af vægtgrundlaget.¹ Ændringerne i den nominelle effektive kronekurs var derfor et resultat af udsvingene i kronekursen over for de største handelspartnere uden for euroområdet.

Der var en tendens til, at lønningerne i Danmark fra midten af 1990'erne steg hurtigere end i udlandet, hvilket gav sig udslag i en apreciering af den reale effektive kronekurs. Det gav isoleret set tab af konkurrenceevne og markedsandele for den danske industrieksport.² Når det på trods heraf lykkedes for Danmark at fastholde et overskud på betalingsbalancens løbende poster i alle årene efter 1990 – bortset fra 1998, jf. figur 1 i bilag 1 til indledningskapitlet – kunne det bl.a. henføres til en høj vækst på Danmarks eksportmarkeder, en stærk stigning i værdien af olie- og gasproduktionen i Nordsøen samt en væsentlig udvidelse af handelsflåden.³

¹ Jf. Erik Haller Pedersen og Mikkel Plagborg-Møller, Ny beregning af Nationalbankens effektive kronekursindeks, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2010.

² Jf. Kamilla Kristensen, Johanne Dinesen Riishøj og Jonas Sørensen, Industrieksport og lønkonkurrenceevne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2010.

³ Jf. Erik Haller Pedersen og Johanne Dinesen Riishøj, Danmarks lønkonkurrenceevne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2008.

KAPITEL 3

De pengepolitiske instrumenter og pengemarkedet

BEHOVET FOR NYE PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER I BEGYNDELSEN AF 1990'ERNE

De pengepolitiske instrumenter var i løbet af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne gradvis blevet mere markedsorienterede. Fokus var blevet rettet mod styringen af de korte pengemarkedsrenter via stående indlåns- og udlånsfaciliteter samt operationer i pengemarkedet frem for mere direkte regulering af pengeinstitutternes rentesatser eller omfanget af de finansielle institutioners kreditgivning og indlån.

Nationalbankens køb og salg af kroneobligationer i markedet var tidligere blevet betragtet som et vigtigt pengepolitisk instrument til påvirkning af de lange obligationsrenter. Overgangen til frie kapitalbevægelser i løbet af 1980'erne betød imidlertid, at Nationalbankens operationer ikke længere var effektive til at påvirke de lange renter. Sommeren 1986 blev derfor sidste gang, hvor Nationalbanken forsøgte at intervenere i obligationsmarkedet med henblik på at styre udviklingen i obligationskurserne. Det havde kun en ganske kortvarig effekt. Som følge heraf fik Nationalbankens obligationsbeholdning herefter karakter af en ren "anlægsbeholdning".¹

I slutningen af 1980'erne blev der indført krav om sikkerhedsstillelse for pengeinstitutternes overtræk fra dag til dag på deres foliokonti i Nationalbanken. Det skulle bl.a. ses på baggrund af Nationalbankens tab i forbindelse med krisen i C&G Banken i 1987, jf. kapitel 5.

I begyndelsen af 1990'erne blev de sidste reminiscenser af egentlig kvantitativ regulering fjernet fra det pengepolitiske instrumentarium. Det indskudsovervågningssystem, der siden midten af 1985 havde pålagt pengeinstitutterne at deponere visse beløb i Nationalbanken, såfremt indlånsvæksten oversteg en aftalt basisstigningstakt, blev formelt af-

¹ Jf. side 62 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1986; side 275 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993; side 49-50 i Danmarks Nationalbank, *Pengepolitik i Danmark*, 2. udgave 2003; og figuren på side 6 i Jesper Jespersen, *Pengepolitikken i 1986*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Maj 1987. Nationalbankens indenlandske obligationsbeholdning udgjorde mindre end 1 pct. af det samlede danske obligationsmarked ved udgangen af 2009 mod 13 pct. ved udgangen af 1970.

skaffet i marts 1991. Systemet havde dog reelt været stillet i bero siden 1988.¹

I begyndelsen af 1990'erne offentliggjorde Nationalbanken måltal for væksten i den indenlandske pengeskabelse² på basis af den forventede udvikling i økonomisk vækst og inflation. Der var dog udelukkende tale om at følge udviklingen i en bred monetær indikatorvariabel som led i centralbanksamarbejdet i EF.³ Målsætningerne for væksten i den indenlandske pengeskabelse havde ingen reel betydning for Nationalbankens rentepolitik, som var styret af hensynet til kronkursen. Det var ligeledes et generelt træk i andre lande, at monetære aggregater spillede en mere tilbagetrukket rolle i pengepolitikken gennem 1990'erne og den første halvdel af 2000'erne, jf. boks 3.1.

I begyndelsen af 1990'erne opstod der behov for at foretage en samlet gennemgribende ændring af indretningen af de pengepolitiske instrumenter. Det havde baggrund i ønsker om at:

- kunne styre pengemarkedsrenterne med en højere grad af præcision,
- få pengemarkedet til at fungere bedre,
- og få en klarere og mere gennemskuelig adskillelse mellem pengepolitikken og statsgældspolitikken.

Styringen af pengemarkedsrenterne

Efter flere års fastkurspolitik og en stabilitetsorienteret linje i finanspolitikken var inflationen i Danmark i 1990 nået ned på niveau med Tyskland. Spændet mellem 3-måneders-renten i Danmark og Tyskland nærmede sig 1 procentpoint ved udgangen af 1990 og blev yderligere indsnævret i løbet af 1991. Efter liberaliseringen af de resterende restriktioner på kapitalbevægelserne mellem Danmark og udlandet i løbet af 1980'erne⁴ var rentefølsomheden af kapitalstrømme på tværs af lande-

¹ 1980'ernes udlånsregulering og indlånsovervågning er nærmere behandlet på side 281-287 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

² Den indenlandske pengeskabelse var defineret som summen af pengeinstitutternes kroneudlån og kroneobligationsbeholdning med fradrag af indlån på særlige indlånsformer ekskl. indskud på gevinstopsparingskonti, jf. side 35 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1990*.

³ Fastsættelsen af måltal for væksten i den indenlandske pengeskabelse foregik som en del af arbejdet med den pengepolitiske overvågning i Centralbankchefkomiteen. Det var et led i den øgede forudgående koordination af den økonomiske politik blandt EF's medlemslande, som blev indledt med starten af den 1. fase af Den Økonomiske og Monetære Union i 1990, jf. side 332 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993. Der var fra dansk side blevet arbejdet aktivt for indførelse af denne koordination for at få skabt et grundlag for ex ante diskussion af pengepolitikken i andre lande, ikke mindst i Tyskland, ved de internationale møder. Arbejdet gav anledning til, at der i Centralbankchefkomiteen fra 1990 blev udarbejdet to faste årlige rapporter om pengepolitikken og den økonomiske udvikling i medlemslandene, de såkaldte ex ante og ex post rapporter. Udarbejdelsen af rapporter af denne type indgik ligeledes som en fast del af arbejdet i Det Europæiske Monetære Institut og er siden 1998 blevet videreført af Den Europæiske Centralbank, jf. kapitel 7 og 8.

⁴ I forbindelse med restliberaliseringen af valutabestemmelserne i oktober 1988 blev der opretholdt en grænse for størrelsen af de enkelte valutahandlers nettovalutaposition på +/- 10 pct. af egenkapitalen. Formålet med reglen var at begrænse valutahandlernes mulighed for at spekulere mod kronen. Reglen blev afskaffet med virkning pr. 1. januar 1992, da erfaringerne viste, at der ikke var behov for en sådan bestemmelse, jf. side 49 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1991.

PENGEPOLITIK OG MONETÆRE AGGREGATER

Boks 3.1

Brede pengemængdeaggregater, som hovedsageligt består af borgeres og virksomheders bankindsud, blev i 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne i flere lande anvendt som mellem mål for pengepolitikken. Endvidere var kvantitativ regulering af bankernes ind- og udlån en del af det pengepolitiske instrumentarium. Tanken var, at man kunne holde inflationsudviklingen under kontrol ved at styre udviklingen i pengemængden.

I takt med liberaliseringer af det finansielle system og de internationale kapitalbevægelser blev sammenhængen mellem inflation og pengemængde mindre stabil. Hertil kom, at den generelle finansielle innovation gjorde det vanskeligere at vurdere borgeres og virksomheders likviditet via traditionelle indskudsbaserede pengemængdeaggregater, fx grundet kreditfaciliteter. Det gjorde pengemængdeaggregater mindre velegnede som mellem mål, og i løbet af 1980'erne overgik centralbankerne til at anvende den korte rente som pengepolitisk instrument frem for kvantitative reguleringer af pengemængde og kredit.¹

Fra begyndelsen af 1980'erne spillede pengemængdeaggregater eksempelvis ikke længere nogen central rolle i formuleringen af den amerikanske pengepolitik, selv om der skulle gå endnu næsten 20 år, inden man ophørte med at fastsætte målzoner for pengemængdevæksten.² Den tyske pengemængdestrategi ophørte ganske vist først formelt ved udgangen af 1998, men i praksis forekom der store afvigelser mellem den faktiske pengemængdevækst og de opstillede målsætninger herfor. Den tyske centralbank skelede således snarere til inflationsudviklingen end til pengemængdevæksten, når rentepolitikken skulle fastlægges.³

Selv om centralbankerne ikke længere forsøgte at styre pengemængdevæksten, fortsatte såvel centralbanker som eksterne iagttagere med at overvåge og analysere udviklingen i pengemængden – og pengemængdens modposter såsom kreditudviklingen – for at udnytte den information, som måtte være heri omkring den aktuelle og fremtidige inflation og realøkonomiske udvikling.

Efter udbruddet af finanskrisen i 2007 kom der atter for alvor fokus på den mængdemæssige udvikling i bankernes udlån. Det gjaldt ikke mindst i debatten om, hvorvidt krisen gav anledning til en "kreditklemme", hvor kreditværdige låntagere ikke kunne finde finansiering til rentable projekter.⁴ Endvidere kom der fokus på snævre pengemængdebegreber forstået som bankernes likviditet.

¹ Jf. side 124-125 i Danmarks Nationalbank, *Pengepolitik i Danmark*, 2. udgave, 2003.

² Jf. Ben S. Bernanke, *Monetary aggregates and monetary policy at the Federal Reserve: A historical perspective*, tale ved Fourth ECB Central Banking Conference in Frankfurt, november 2006.

³ Jf. Manfred J. M. Neumann, *Pre-commitment and guidance lessons from the Bundesbank's history*, publiceret i ECB, *Monetary policy. A journey from theory to practice*, 2007.

⁴ I en dansk sammenhæng, jf. side 17-23 i Danmarks Nationalbank, *Seneste økonomiske og monetære udvikling, Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2009.

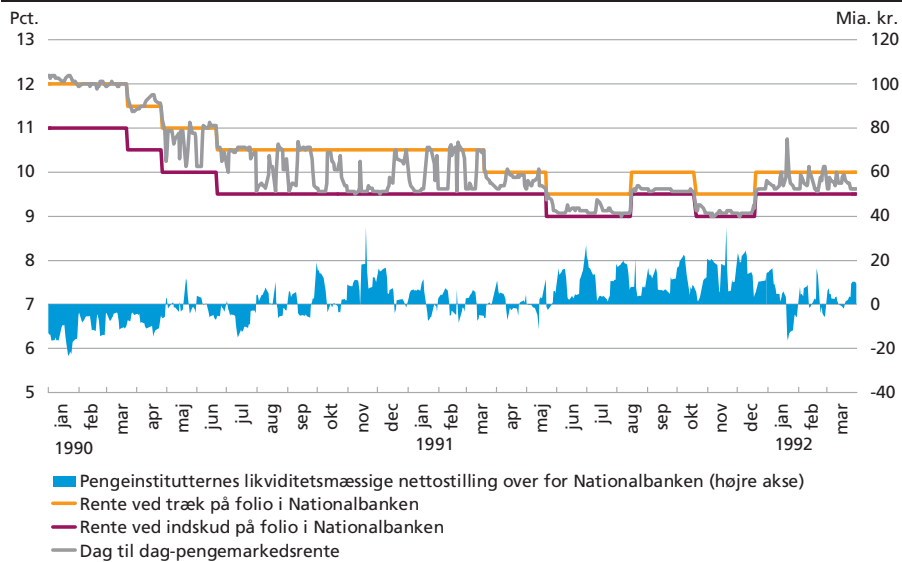
grænser desuden forøget. Der opstod derfor gradvis et behov for at kunne styre pengemarkedsrenterne med en større grad af præcision, end det var muligt med det eksisterende pengepolitiske instrumentarium.

De pengepolitiske instrumenter, som Nationalbanken benyttede sig af i begyndelsen af 1990'erne¹, indebar, at niveauet for dag til dag-renten

¹ Jf. side 275-276 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

NETTOSTILLING OG DAG TIL DAG-RENTEN PÅ PENGEMARKEDET JANUAR 1990 – MARTS 1992

Figur 3.1



Anm.: Daglige observationer. Dag til dag-renten er en overnight rente.
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

på pengemarkedet var stærkt afhængig af pengeinstitutternes likviditetsmæssige nettostilling¹ over for Nationalbanken. Nettostillingen svingede i disse år omkring nul. Dag til dag-renten var tæt på renten for pengeinstitutternes indskud på foliokonti i Nationalbanken, når nettostillingen var positiv, mens den var tæt på renten for overtræk på foliokonti mod sikkerhed, når nettostillingen var negativ, jf. figur 3.1. Forskellen mellem renten for overtræk og placering på foliokonti lå i 1990 på 1,0 procentpoint, og skift i de korte renter af denne størrelsesorden var nok til at påvirke kapitalbevægelserne og dermed kronkursen. Spændet mellem renten for overtræk og indskud på folio blev i marts 1991 reduceret til 0,5 procentpoint. Der var dog grænser for, hvor langt Nationalbanken kunne indsnævre spændet mellem de to rentesatser, såfremt der stadig skulle være basis for et pengemarked, hvor pengeinstitutterne selv udvekslede likviditet mellem hinanden på markedsvilkår. Blev spændet for lille, havde pengeinstitutter med over- eller under-skudslikviditet ikke noget større incitament til at anvende pengemarkedet frem for Nationalbankens faciliteter. Det skulle ikke mindst ses i lyset af, at mange af transaktionerne gik via pengemarkedsmæglere, som krævede et gebyr for låneformidlingen.²

¹ Nettostillingen er de pengepolitiske modparters samlede nettotilgodehavender over for Nationalbanken i pengepolitisk øjemed.
² Jf. side 7 i Peter Erling Nielsen, *Fungerer pengemarkedet?*, *FinansInvest*, nr. 6, 1990.

Det blev på ad hoc-basis forsøgt at råde bod på denne svaghed ved instrumentariet ad anden vej. I løbet af 1990 foretog Nationalbanken eksempelvis interventionskøb af valuta mod kroner på terminsmarkedet frem for i spotmarkedet for at udsætte likviditetseffekten, som ville have ført til et skift i fortegnet på pengeinstitutternes nettostilling til et positivt beløb og dermed et fald i dag til dag-renten på 1 procentpoint. Et så stort fald i de korte renter blev ikke anset for holdbart i forhold til valutakursen på interventionstidspunktet.¹ Desuden foretog Nationalbanken eksempelvis i slutningen af 1991 og begyndelsen af 1992 transaktioner på basis af sin egenbeholdning af skatkammerbeviser som led i styringen af de lidt længere pengemarkedsrenter.² Endvidere blev der i slutningen af 1991 taget hensyn til kronekursen og styringen af 3-måneders-renterne på pengemarkedet ved Nationalbankens salg af skatkammerbeviser for statens regning.³

Grundlæggende set var det dog uhensigtsmæssigt i forhold til styringen af kronekursen, at de pengepolitiske instrumenter ikke i højere grad var orienteret mod en mere præcis styring af pengemarkedsrenterne.

Pengemarkedets funktionalitet

I slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne var pengemarkedet knap så velfungerende, som det kunne ønskes.⁴ Bankernes villighed til at låne hinanden likviditet på usikret basis i mere end blot nogle få dage eller 1 uge var blevet mindre end tidligere. Udviklingen havde ført til større forskelle mellem udlåns- og indlåns-satserne, ligesom der til tider kunne opstå betydelige renteforskelle mellem de enkelte delsegmenter på pengemarkedet. Baggrunden var bl.a. en større fokus på kreditrisiko i lyset af bankkriser og banklukninger i såvel Danmark som udlandet i løbet af 1980'erne og første del af 1990'erne, jf. kapitel 5. Det havde fået mange pengeinstitutter til at begrænse deres rammer ("lines") for usikret kredit over for hinanden med henblik på at reducere risikoen for tab ved pengemarkedsudlån. Desuden havde de store fusioner i pengeinstitutsektoren i 1990 reduceret antallet af deltagere i pengemarkedet, jf. kapitel 4.

¹ Jf. side 29 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1990.

² Jf. side 36 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1991 og side 32 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1992. Nationalbanken havde i begyndelsen af 1990'erne mulighed for at købe skatkammerbeviser direkte af staten, jf. side 80 i Finansministeriet, *Statens låntagning og gæld*, 1990. Et sådant arrangement ville ikke have været muligt fra og med 1994, hvor 2. fase af Den Økonomiske og Monetære Union trådte i kraft, da det ville stride mod Maastricht-traktatens forbud mod monetær finansiering, jf. kapitel 7 og 8.

³ Jf. side 36-37 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1991 og side 3 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Februar 1992.

⁴ Jf. Peter Erling Nielsen, *Fungerer pengemarkedet?*, *Finans/Invest*, nr. 6, 1990; side 49 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1990*; side 49-50 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1992; og side 5-6 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Februar 1994.

Der eksisterede ganske vist et stort marked for sikre pengemarkedsforretninger i form af valutaswaps¹. Det var imidlertid et marked, som de enkelte pengeinstitutter havde adgang til på meget forskellige vilkår, alt efter deres aktivitet i valutamarkedet, og dermed vilkårene for adgang til fremmed valuta. Det var derfor ikke ønskeligt, at den sikre pengemarkedsomsætning udelukkende fandt sted via valutaswaps.

I marts 1990 begyndte staten at udstede skatkammerbeviser.² Ud over at tjene som instrument for statens kortfristede låntagning var det forventningen, at skatkammerbeviser kunne være velegnede som grundlag for sikre udlån i pengemarkedet på de lidt længere løbetider. Det ville kræve, at markedet havde deltagelse fra en bred kreds af pengeinstitutter. Ved statens auktioner over skatkammerbeviser var der dog typisk kun bud fra omkring 15 pengeinstitutter, og de 5 største bydere aftog omkring 70 pct. af salget.³ Det primære skatkammerbevismarked var derfor forholdsvis koncentreret. Såfremt skatkammerbevismarkedet skulle udbredes til en bredere kreds af pengeinstitutter, måtte det ske via pengemarkedet, og her var omsætningen af skatkammerbeviser hæmmet af bestemmelser i fondsbørsloven, som forhindrede pengemarkedsrådgivere i Danmark i at formidle børsnoterede værdipapirer.

I løbet af 1990 opstod et parallelmarked, hvor skatkammerbeviser blev formidlet gennem pengemarkedsrådgivere i udlandet⁴, men ved en ændring af fondsbørsloven i april 1991 blev det også muligt for pengemarkedsrådgivere i Danmark at formidle handel med skatkammerbeviser. I maj 1991 kunne de lokale pengemarkedsrådgivere derfor begynde at formidle handel med skatkammerbeviser og repoforretninger i skatkammerbeviser⁵. I forbindelse hermed tilkendegav Nationalbanken, at man ville sikre en tæt prismæssig sammenhæng mellem handlen med skatkammerbeviser hos pengemarkedsrådgiverne og på Københavns Fondsbørs gennem deltagelse i begge markeder for egen regning.⁶ Nationalbanken havde deltaget i skatkammerbevismarkedet siden introduktionen i 1990, så i en vis forstand var der tale om at videreføre den hidtidige

¹ Dvs. udlån af kroner med sikkerhed i fremmed valuta.

² Jf. side 30-32 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1990*. Skatkammerbeviser er børsnoterede nul kuponpapirer udstedt af den danske stat. Ved introduktionen i 1990 udstedte staten beviser med 3 og 6 måneders oprindelig løbetid. 9-måneders beviser kom til i 1991 og endelig 12-måneders beviser i 2001. Skatkammerbevisprogrammet ophørte ved udgangen af 2008, men blev genåbnet i foråret 2010, jf. Danmarks Nationalbank, *Auktioner over statsobligationer i oktober 2009 og åbning af skatkammerbevisprogram i foråret 2010*, 30. september 2009.

³ Jf. side 78-79 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1993, kapitel 6: Skatkammerbeviser.

⁴ Jf. side 30 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1990.

⁵ Dvs. udlån af likviditet med sikkerhed i skatkammerbeviser. Repoforretninger betegnes også "genkøbsforretninger", da sælgeren af skatkammerbeviserne (modtageren af likviditet) ved aftalens indgåelse forpligter sig til at købe papirerne tilbage på et senere tidspunkt til en kurs, som er bestemt af den aftalte reporente ved forretningens indgåelse.

⁶ Jf. side 4 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Maj 1991; og side 76 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1993, kapitel 6: Skatkammerbeviser.

ge praksis, selv om Nationalbanken ikke tidligere havde deltaget i markedet på kontinuerlig basis.

Selv efter disse ændringer lå pengemarkedsomsætningen af repoforretninger i skatkammerbeviser dog stadig på et relativt lavt niveau. Det eksisterende pengepolitiske instrumentarium, hvor pengeinstitutterne på eget initiativ kunne skaffe likviditet via overtræk på deres foliokonti i Nationalbanken, understøttede ikke aktiviteten i pengemarkedet. Nationalbanken havde interesse i at understøtte udviklingen af et sikret pengemarked, så der var en klar transmission fra Nationalbankens renter til renterne på pengemarkedet og videre til de øvrige korte renter i økonomien. Såvel pengeinstitutter som iagttagere af pengemarkedet¹ pegede på, at Nationalbanken kunne stimulere udviklingen af det sikrede pengemarked ved at give repoforretninger i skatkammerbeviser en central rolle i det pengepolitiske instrumentarium.

En øget omsætning af repoforretninger i skatkammerbeviser ville dog næppe alene kunne løse problemerne med pengemarkedets effektivitet. For det første var den udestående mængde af skatkammerbeviser forholdsvis beskedne, og for det andet var afviklingstiden – dvs. tidsrummet mellem handelsdagen og selve likviditetsudvekslingen – for denne type af forretninger på to dage. Da skatkammerbeviserne var registreret i Værdipapircentralen (VP, senere VP Securities), var det af tekniske årsager ikke muligt at handle repoforretninger i skatkammerbeviser med afvikling samme dag. Sidstnævnte gjorde det vanskeligt for pengeinstitutterne at anvende repoforretninger i skatkammerbeviser til finjustering af deres likviditet fra dag til dag.

Nationalbanken havde tidligere (i midten af 1980'erne) gjort brug af indlånsbeviser som en del af det pengepolitiske instrumentarium.² Der havde været tale om beviser med en løbetid på 3,5 måned ved udstedelsen, og pengeinstitutterne havde haft mulighed for at belåne beviserne i Nationalbanken på dag til dag-basis. Beviserne kunne endvidere omsættes indbyrdes mellem pengeinstitutterne og havde dermed givet grundlag for korte sikrede pengemarkedsudlån med øjeblikkelig likviditetsvirkning. Systemet med indlånsbeviser var dog blevet afskaffet igen i 1987, da det var designet til en situation, hvor pengeinstitutterne permanent havde en positiv nettostilling over for Nationalbanken, hvilket på daværende tidspunkt ikke længere var tilfældet. I slutningen af 1980'erne så pengeinstitutterne derfor gerne, at Nationalbanken igen begyndte at udstede indlånsbeviser, som kunne danne grundlag for et

¹ Jf. side 11 i Peter Erling Nielsen, *Fungerer pengemarkedet?*, *FinansInvest*, nr. 6, 1990 og side 204-205 i Peter Erling Nielsen, *Det danske pengemarked – udvikling og reform*, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 130(1), 1992.

² Jf. side 272-274 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

sikret pengemarked på de lidt længere løbetider. I lyset af, at staten allerede arbejdede med planer om at udstede skatkammerbeviser med 3 og 6 måneders løbetid, var det dog ikke hensigtsmæssigt, at Nationalbanken baserede sit instrumentarium på indlånsbeviser i de samme løbetidssegmenter.¹

Adskillelsen mellem statsgældspolitikken og pengepolitikken

Statens interesse i at etablere et skatkammerbevisprogram havde baggrund i et ønske om lave finansieringsomkostninger gennem kort låntagning i en situation med en stejl rentekurve. Nationalbanken var mere skeptisk over for en sådan omlægning af statens lånestrategi. For en lille åben økonomi som den danske med frie kapitalbevægelser og en fastkurspolitik var det afgørende, at Nationalbanken kunne styre pengeinstitutternes likviditet og renterne på pengemarkedet ud fra hensynet til valutakursen. Hvis staten blev en stor spiller på pengemarkedet, var der risiko for, at der opstod en konflikt ved fastsættelsen af de korte renter. Det skyldtes, at et statsligt ønske om en lav kort rente af hensyn til låneomkostningerne ikke altid ville være sammenfaldende med det niveau for de korte renter, som valutakursudviklingen tilsagde. Hertil kom, at en kortere varighed af statens gæld alt andet lige ville give større udsving i de fremtidige statslige renteudgifter. Endelig fandt Nationalbanken det afgørende, at en eventuel manglende statslig budgetdisciplin blev afspejlet i et højere indenlandsk renteniveau, så der via lånemarkederne blev lagt et økonomisk incitament for staten til at fastholde en stabilitetsorienteret finanspolitik. Da niveauet for de korte renter var underlagt hensynet til styringen af kronkursen, kunne dette element af markedsdisciplin bedst sikres via lang statslig låntagning. Nationalbanken lagde derfor fra starten vægt på at få en afgørende indflydelse på udstedelsen af og rentevilkårene for de skatkammerbeviser, som staten introducerede i marts 1990.

Nationalbanken var i begyndelsen af 1990'erne involveret i skatkammerbevisemarkedet på 3 måder:

- Nationalbanken varetog rollen som agent for staten ved udstedelsen af skatkammerbeviser for statens regning via kvartalsvise auktioner afholdt i Nationalbanken og ved løbende salg til markedet (tapsalg). Ved fastsættelsen af renterne ved salget var der ikke alene hensynet til statens låneomkostninger at varetage, men ligeledes behovet for styringen af niveauet for de lidt længere pengemarkedsrenter af hensyn til kronkursen.

¹ Jf. side 277 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

- Nationalbanken varetog en rolle som market maker i skatkammerbeviser via løbende køb og salg af skatkammerbeviser for egen regning for at sikre en tæt daglig prismæssig sammenhæng mellem handlen med skatkammerbeviser hos pengemarkedsmæglerne og på Københavns Fondsbørs.
- Nationalbanken foretog lejlighedsvis transaktioner på basis af sin egenbeholdning i skatkammerbeviser som led i styringen af de lidt længere pengemarkedsrenter.

De mange forskellige roller, som Nationalbanken spillede i forhold til skatkammerbevisemarkedet, risikerede at give uklarhed i såvel adskillelsen mellem pengepolitikken og statsgældspolitikken som i opgavefordelingen mellem Nationalbanken og den private finansielle sektor. Sidstnævnte skulle ses i lyset af, at rollen som market maker burde kunne varetages af private banker. Ved indretningen af et nyt pengepolitisk instrumentarium var det ønskeligt at opnå en mere klar adskillelse af de forskellige funktioner.

INDRETNINGEN AF DE NYE PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER I APRIL 1992

Det nye pengepolitiske instrumentarium, som Nationalbanken indførte i april 1992, var baseret på følgende principper¹:

- Ved Nationalbankens ugentlige ordinære markedsoperationer kunne pengeinstitutterne² uden mængdebegrænsninger låne likviditet via repoforretninger mod sikkerhed i skatkammerbeviser³ eller placere likviditet via køb af indskudsbeviser. Normalt ville såvel lån som indskudsbeviser have en løbetid på 14 dage, og renten på de to typer af forretninger (udlånsrenten og indskudsbevisrenten) var ens. Denne symmetri sikrede, at der ikke forekom skift i niveauet for pengemar-

¹ Jf. Danmarks Nationalbank, Nye instrumenter i penge- og likviditetspolitikken, *Kvartalsoversigt*, Maj 1992 og Nationalbankens pressemeddelelse af 11. marts 1992 om ændring i de penge- og likviditetspolitiske instrumenter (optrykt som bilag 1 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1992).

² Dvs. pengeinstitutter i Danmark eller filialer i Danmark af udenlandske pengeinstitutter. Frem til ophævelsen af de kreditpolitiske aftaler i oktober 1995 var det en betingelse for adgang til de pengepolitiske instrumenter, at et pengeinstitut havde tilsluttet sig aftalerne. De kreditpolitiske aftaler fra 1973 indeholdt en præcisering af grundlaget for det daværende udlånsloft, indførsel af kassebindingsregler og selektiv kreditregulering. Aftalerne blev ophævet i lyset af, at pengepolitikken ved midten af 1990'erne i en årrække havde været tilrettelagt på markeds-mæssige vilkår, jf. *Nationalbankens skrivelse af 28. september 1995 til Finansrådet, Andelskasseforeningen og Sammenslutningen Danske Andelskasser om ophævelse af de kreditpolitiske aftaler fra 1973* (optrykt i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, November 1995). Baggrunden for de kreditpolitiske aftaler er behandlet på side 137-141 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

³ Ved introduktionen i april 1992 havde Nationalbankens genkøbsforretninger likviditetseffekt 2 dage efter indgåelsen, jf. Danmarks Nationalbank, *Regler for pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken af 11. marts 1992*. I juni 1993 kunne afviklingsperioden nedsættes til 1 dag, jf. *Regler for pengeinstitutternes indskud på folio samt anvendelse af indskudsbeviser og genkøbsforretninger af 30. juni 1993* (optrykt i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, August 1993).

kedsrenterne, blot fordi fortegnet på pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken blev ændret.

- Indskudsbeviserne kunne omsættes og belånes indbyrdes mellem pengeinstitutterne med umiddelbar likviditetsvirkning. Den normale afviklingsperiode på det sikrede pengemarked var 2 dage. Tanken med indskudsbeviserne var derfor ligeledes at stille et instrument til rådighed, der kunne benyttes til straksudveksling af likviditet over pengemarkedet på sikret basis.
- Pengeinstitutterne kunne placere overskydende likviditet på anfordring via indskud på foliokonti. Inden for visse rammer – svarende til niveauet for en likviditetsreserve til transaktionsformål – ville indskuddene blive forrentet med foliorenten, som var lidt lavere end renten på indskudsbeviser. Indskud ud over foliorammerne ville ikke blive forrentet. Formålet med denne del af instrumentdesignet var at give institutterne en tilskyndelse til aktivt at udveksle likviditet med hinanden via pengemarkedet frem for passivt at placere overskudslikviditet på folio. De enkelte pengeinstitutters foliorammer blev fastsat i forhold til den ansvarlige kapital.
- Pengeinstitutternes adgang til overtræk fra dag til dag på folio blev afskaffet. Såfremt pengeinstitutsektoren som helhed manglede likviditet på dage uden ordinære markedsoperationer, ville Nationalbanken tilføre likviditet via ekstraordinære markedsoperationer i form af tilbagekøb af indskudsbeviser til en rente svarende til indskudsbevisrenten plus et tillæg. Operationerne ville blive gennemført via pengemarkedsmæglere, hvor alle pengeinstitutter havde lige adgang til at deltage. Tillægget skulle tilskynde pengeinstitutterne til at sætte tilstrækkeligt med likviditet på folio ved de ordinære markedsoperationer, så den følgende uges forventede betalingsudsving kunne håndteres. Hvis pengeinstitutterne som helhed havde store mængder af overskudslikviditet på dage uden ordinære markedsoperationer, ville Nationalbanken sælge indskudsbeviser i ekstraordinære markedsoperationer til indskudsbevisrenten.

Der blev foretaget en række bevidste valg og fravalg i forbindelse med designet af de nye pengepolitiske instrumenter.¹

For det første valgte Nationalbanken ikke at opkræve en "rentemarginal" mellem udlåns- og indlånsrenten ved de ordinære markedsoperationer, da formålet med instrumentændringen var netop at undgå de

¹ For en oversigt over de pengepolitiske instrumenter i en række industrilande i slutningen af 1980'erne og midten af 1990'erne henvises til henholdsvis John T. Kneeshaw og Paul Van den Bergh, *Changes in Central Bank Money Market Operating Procedures in the 1980s*, *BIS Economic Papers*, nr. 23, januar 1989 og Claudio E. V. Borio, *The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey*, *BIS Economic Papers*, nr. 47, juli 1997.

store niveauskift i pengemarkedsrenterne, som det tidligere instrumentarium kunne give anledning til.

For det andet indeholdt instrumentariet ingen marginal udlånsfacilitet. Det indebar, at de helt korte pengemarkedsrenter frit kunne stige, såfremt likviditeten blev stram, fx i perioder hvor der var uro omkring kronen, og valutaen strømmede ud af landet. Det ville fungere som et signal om, at pengepolitikken ville blive holdt stram, hvilket ligeledes ville give et opadgående pres på de lidt længere pengemarkedsrenter. Herved ville der blive lagt en dæmper på valutaudstrømningen, hvilket understøttede fastkurspolitikken.

For det tredje indeholdt instrumentariet ikke en gennemsnitlig reserverekravsfacilitet, som kunne bidrage til at udjævne udsving i dag til dag-renten på pengemarkedet, sådan som det var kendt fra andre lande. Selv om det ikke indgik i overvejelserne ved designet af det pengepolitiske instrumentarium i april 1992, viste det sig efterfølgende nyttigt, at instrumentariet ikke ligefrem pålagde pengeinstitutterne at holde store likviditetsreserver i Nationalbanken, som i givet fald kunne være mobiliseret til spekulation mod kronen under 1990'ernes valutakriser.

Indretningen af de nye pengepolitiske instrumenter gav anledning til en vis "teknisk" volatilitet i dag til dag-renten på pengemarkedet, der ikke kunne henføres til variation i udbud og efterspørgsel efter likviditet. Dag til dag-renten på pengemarkedet ville normalt ligge tæt på foliorenten på dage, hvor Nationalbanken ikke havde markedsoperationer. På de dage, hvor Nationalbanken havde åbent for salg af indskudsbeviser, ville den derimod blive noget højere, så der set over en 14-dages periode blev "arbitrageligestvægt" mellem udlån i dag til dag-pengemarkedet og køb af Nationalbankens indskudsbeviser. Et alternativt instrumentdesign baseret på et reserverekravssystem kunne have bidraget til at stabilisere dag til dag-renten, jf. boks 3.2.

I juni 1993 flyttede Nationalbanken den faste ugentlige dag for salg af indskudsbeviser fra torsdag til fredag for at reducere den tekniske volatilitet i dag til dag-renterne.¹ Man kunne ikke helt fjerne den tekniske volatilitet inden for det valgte instrumentariums rammer, men det var indtrykket, at deltagerne i det danske pengemarked lærte at leve med

¹ Jf. *Nationalbankens skrivelse til Finansrådet den 28. december 1992 om likviditetssystemet og pengemarkedet* (optrykt i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Februar 1993) og *Regler for pengeinstitutternes indskud på folio samt anvendelse af indskudsbeviser og genkøbsforretninger af 30. juni 1993* (optrykt i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, August 1993). Med en placering af salg af indskudsbeviser på en torsdag var dag til dag-renten på pengemarkedet mandag til onsdag samt fredag (og dermed lørdag og søndag) normalt tæt på foliorenten. Hele forskellen mellem indskudsbevisrenten og foliorenten skulle dermed udlignes via en særlig høj dag til dag-rente om torsdagen. Med en placering af salg af indskudsbeviser på en fredag ville dag til dag-renten på pengemarkedet mandag til torsdag være tæt på foliorenten. Forskellen mellem indskudsbevisrenten og foliorenten kunne dermed udlignes via en høj dag til dag-rente om fredagen, som også var gældende lørdag og søndag. Hermed kunne udligningen fordeles over tre dage frem for én dag, hvorved udsvingene i dag til dag-renten blev reduceret.

RESERVEKRAVSSYSTEMER OG VOLATILITETEN I DAG TIL DAG-RENTER

Boks 3.2

Et forrentet reservekravssystem, som pålægger pengeinstitutter at holde et vist gennemsnitligt minimumsindestående i centralbanken i hver reservekravsperiode, kan bidrage til at stabilisere dag til dag-renten på pengemarkedet. Under et sådant system skal hvert pengeinstitut kun opfylde reservekravet på gennemsnitlig basis i løbet af reservekravsperioden. Pengeinstitutterne har derfor et incitament til at udlåne likviditet i pengemarkedet på dage, hvor dag til dag-renten er højere end forrentningen af reservekravsindeståender. Omvendt har pengeinstitutterne et incitament til at holde rigelige reservekravsindeståender på dage, hvor dag til dag-renten er lavere end forrentningen af reservekravsindeståender.

Såfremt der anvendes nulforrentning af reservekravsindeståender eller en rente væsentligt under markedsrenten, vil et reservekravssystem stadig virke delvis stabiliserende på dag til dag-renten. Det skyldes, at der under sådant et system stadig vil være et incitament til at udlåne likviditet via pengemarkedet frem for at holde reserver på dage, hvor dag til dag-renten er særlig høj. Samtidig vil et sådan system bidrage til centralbankens indtjening. Systemet vil dermed dog også fungere som en indirekte beskatning af banksystemet, der kan virke forvridende i forhold til andre finansielle institutioner og instrumenter eller pengeinstitutter i lande uden en sådan reservekravsfacilitet.¹

¹ Jf. side 21 i Hugo Frey Jensen, De pengepolitiske instrumenter i fase III af Den Økonomiske og Monetære Union, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Februar 1996.

denne forudsigelige volatilitetskomponent i dag til dag-renterne. Det var desuden afgørende, at der heller ikke var tegn på, at volatiliteten i dag til dag-renterne havde afsmittende effekt på pengemarkedsrenterne for de lidt længere løbetider, som var afgørende for styringen af kronkursen.¹ I perioder med større forskelle mellem indskudsbevisrenten og foliorenten kunne de tekniske udsving i dag til dag-renten give anledning til spørgsmål og kommentarer fra især udenlandske markedsdeltagere, men selv i lande med reservekravssystemer kunne man opleve systematiske store udsving i pengemarkedsrenten mod slutningen af reservekravsperioden.

For det fjerde ville der normalt ikke være nogen mængdemæssige begrænsninger på pengeinstitutternes lånemuligheder i form af repoforretninger med Nationalbanken eller placeringsmuligheder i form af køb af Nationalbankens indskudsbeviser. Pengeinstitutterne kunne selv bestemme mængden til den givne rente (et såkaldt "åbent vindue"). Systemets indretning var udtryk for den opfattelse, at det normalt ikke var muligt – eller nødvendigt – at styre både pris og mængde på samme tid. Styringen af renten var det afgørende for valutakurspolitikken, og der var derfor ikke behov for at tildele likviditet via auktionslignende facili-

¹ Jf. Allan Bødskov Andersen, Volatiliteten i dag til dag-pengemarkedsrenten, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2004.

teter, sådan som det var praksis i andre lande – i hvert fald ikke i perioder uden valutauro.

I en længere årrække af 1980'erne og frem til begyndelsen af 1990'erne havde diskontoen være holdt uændret, og den var ikke knyttet til nogen af de pengepolitiske instrumenter. I december 1989 tilkendegav Nationalbanken, at diskontoen ville blive hævet til et markeds-mæssigt niveau, så den igen kunne spille en rolle som pengepolitisk signalrente. Tilpasningen til det markeds-mæssige niveau blev foretaget gradvis, da den hidtidige lave diskonto indgik som referencerente i en række lovbestemmelser og private kontraktforhold, som eventuelt skulle tilpasses. I begyndelsen af 1991 var normaliseringen af diskontoen tilendebragt.¹ Diskontoen var heller ikke direkte knyttet til nogen af de nye pengepolitiske instrumenter fra april 1992, men den kom til at fungere som signal for det overordnede niveau af de pengepolitiske renter.²

Det nye instrumentarium var fra starten tænkt som det sæt af redskaber, som Nationalbanken kunne anvende til at styre pengemarkedsrenterne under rolige forhold på valutamarkedene. I forbindelse med lanceringen af instrumenterne blev det dog understreget, at den normale brug af instrumentariet kunne blive suspenderet, hvis det var nødvendigt, fx under valutauro, hvilket enkelte gange blev tilfældet under valutauroen i 1992/93, jf. kapitel 1.

Efter introduktionen af de nye instrumenter ophørte Nationalbanken med dagligt at stille købs- og salgspriser i skatkammerbevismarkedet. Dermed ophørte Nationalbankens rolle som "market maker" i skatkammerbeviser.³ Det bidrog til at skabe en større klarhed i opgavefordelingen i forhold til private banker. Desuden kunne Nationalbanken med de nye instrumenter styre pengemarkedsrenterne med en større grad af præcision, hvorved det pengepolitiske hensyn ved statens salg af skatkammerbeviser kunne træde mere i baggrunden. Ved rentefastsættelsen på statens salg af skatkammerbeviser – der fra januar 1993 foregik ved månedlige auktioner i Nationalbanken, samtidig med at Nationalbankens regelmæssige tapsalg på vegne af staten ophørte – kunne man nu tage udgangspunkt i den eksisterende rentestruktur på pengemarkedet (være "pristager") og koncentrere sig om statens behov for salgsmængde i de enkelte løbetidssegmenter. Det gav mulighed for en mere operationaliserbar sondring mellem Nationalbankens roller som agent for staten og som pengepolitisk myndighed.

¹ Jf. side 278-279 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993; og side 32 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1990.

² Jf. side 33 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1992.

³ Jf. side 24 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1992.

INSTRUMENTERNE OG PENGEMARKEDET I DEN FØRSTE DEL AF 1990'ERNE

lagttagere af pengemarkedet¹ udtrykte kort tid efter introduktionen af det nye instrumentarium bekymring for, om udeståendet i skatkammerbeviser var stort nok til at fungere som et effektivt sikkerhedsgrundlag for både Nationalbankens pengepolitiske udlån og det private repomarked. Det viste sig snart at blive en relevant problemstilling. Der opstod således en tendens til, at pengeinstitutterne reserverede deres beholdning af skatkammerbeviser til repoforretninger med Nationalbanken, således at pengemarkedsomsætningen med skatkammerbeviser og repoforretninger i skatkammerbeviser svandt ind. Sikkerhedsgrundlaget for Nationalbankens genkøbsforretninger blev i oktober 1992 udvidet med andre statspapirer i et nærmere begrænset omfang (maksimalt 30 pct. af det enkelte instituts ansvarlige kapital)², og i juni 1993 kom sikkerhedsgrundlaget til at omfatte samtlige danske kronedenominerede statspapirer uden mængdebegrænsning³. Samtidig blev grænsen for pengeinstitutternes adgang til at foretage forrentede indskud på folio stort set fordoblet for at lette likviditetsudligningen mellem pengeinstitutter.⁴

I begyndelsen af 1990'erne bestod omsætningen på pengemarkedet primært af usikrede udlån med meget kort løbetid og sikrede udlån i form af valutaswaps, jf. figur 3.2. Sidstnævnte segment havde som nævnt primært deltagelse af de større pengeinstitutter. I årene efter udvidelsen af sikkerhedsgrundlaget steg repoforretningernes andel af omsætningen betydeligt. Desuden blev antallet af pengemarkedsdeltagere forøget.⁵ Det bidrog endvidere til udbygningen af markedet, at omkring 10 pengeinstitutter i begyndelsen af 1994 etablerede en aftale om market making⁶ for repoforretninger i statspapirer som afløser for en aftale fra 1993, der kun omfattede skatkammerbeviser. Desuden var Nationalbanken med virkning fra januar 1993 begyndt at udsende detaljerede prognoser over udviklingen i de statslige betalinger og Nationalbankens planlagte markedsoperationer på dagsbasis 2 måneder frem med henblik på at forbedre pengeinstitutternes mulighed for likviditetsplanlægning.⁷

¹ Jf. side 16 i Peter Erling Nielsen, Nationalbanken ændrer sin likviditetsstyring, *FinansInvest*, nr. 4, 1992.

² Jf. side 9-10 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, November 1992.

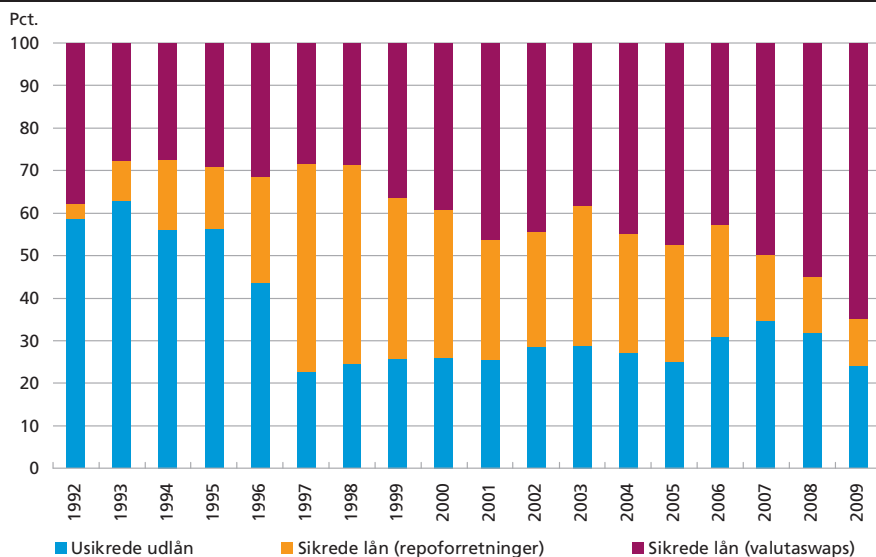
³ Jf. Regler for pengeinstitutternes indskud på folio samt anvendelse af indskudsbeviser og genkøbsforretninger af 30. juni 1993 (optrykt i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, August 1993).

⁴ Jf. side 4 i Danmarks Nationalbank, Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene, *Kvartalsoversigt*, August 1993.

⁵ Jf. side 6 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Februar 1994.

⁶ En "market maker-aftale" indebærer, at de deltagende pengeinstitutter stiller forpligtende købs- og salgspriser (eller ud- og indlånsrenter) over for hinanden inden for aftalte minimumsbeløb og maksimale spænd mellem købs- og salgspriser (udlåns- og indlånsrenter).

⁷ Jf. Nationalbankens skrivelse til Finansrådet den 28. december 1992 om likviditetssystemet og pengemarkedet (optrykt i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Februar 1993).

FORDELINGEN AF PENGEMARKEDSOMSÆTNINGEN PÅ PRODUKTER 1992-2009 Figur 3.2

Anm.: Forretninger, hvor der udlånes kronelikviditet. Fordelingen er for visse år delvis baseret på skøn.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Normaliseringen af forholdene på pengemarkedet efter valutakriserne i 1992/93 betød, at forskellene mellem renterne på de forskellige delmarkeder igen blev mindre.¹ I perioder med usikkerhed på finansmarkederne kunne man stadig observere en midlertidig udvidelse af spændet mellem renterne på sikrede og usikrede pengemarkedsfordringer. Det så man fx under den finansielle krise i efteråret 1998², op til årsskiftet 1999/2000 som følge af usikkerheden om it-systemernes evne til at håndtere årtusindskiftet og under folkeafstemningen om en dansk tilslutning til euroen i efteråret 2000, jf. figur 3.3. Men i perioder uden valutauro eller fokus på kredit- eller likviditetsrisiko på de finansielle markeder var der normalt et lavt og nogenlunde stabilt spænd mellem de sikrede og usikrede renter.

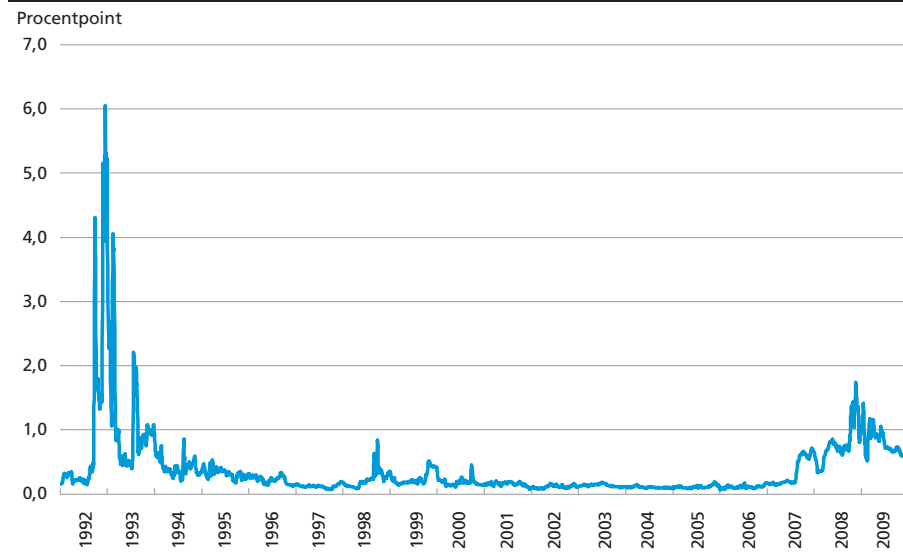
Overgangen til det nye pengepolitiske instrumentarium i 1992 førte til en ændring af mere strukturel karakter i omsætningsforholdene i den helt korte del af pengemarkedet. Tidligere kunne pengeinstitutterne dække deres marginale daglige likviditetsbehov ved overtræk på deres foliokonti i Nationalbanken, ligesom der ikke var rammer for forrentningen af folioindskud. Efter overgangen til de nye instrumenter, hvor Nationalbanken ikke var i markedet hver dag, ikke stillede en marginal

¹ For en nærmere analyse af udviklingen på pengemarkedet i første halvdel af 1990'erne og samspillet med Nationalbankens pengepolitiske instrumenter henvises til Palle Duvier Mehlbye og Jacob Topp, Udviklingen på pengemarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, August 1996.

² Krisen er nærmere behandlet i Leif Lybecker Eskesen, Er sidste efterårs finansielle krise ovre?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1999.

SPÆND MELLEML USIKREDE OG SIKREDE 3-MÅNEDERS
PENGEMARKEDSRENTER 1992-2009

Figur 3.3



Anm.: 5-dages glidende gennemsnit af daglige observationer. Den sikrede pengemarkedsrente vedrører repo-forretninger, mens den usikrede er Cibur-satser.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

udlånsfacilitet til rådighed og desuden lagde begrænsninger på omfanget af forrentede folioindeståender, blev såvel det sikrede som det usikrede dag til dag-pengemarked endnu mere vigtigt for pengeinstitutternes likviditetsstyring. Tyngden i omsætningen hidhørende fra forudsigelige likviditetsudsving kom til at ligge i "tomorrow-next" (T/N)-segmentet, dvs. udlån af likviditet fra dagen efter aftaledagen til den næstfølgende dag.¹ "Overnight" (O/N)-segmentet – dvs. udlån af likviditet fra aftaledagen til dagen efter – fik mere karakter af det marginale låne-marked til håndtering af helt uforudsete likviditetsbehov.

I maj 1997 kunne grænserne for pengeinstitutternes adgang til at foretage forrentede indskud på folio helt ophæves, så alle folioindskud blev forrentet med foliorenten. Med udviklingen af pengemarkedet siden begyndelsen af 1990'erne blev foliorammerne ikke længere set

¹ I maj 1997 begyndte Nationalbanken på vegne af Finansrådet at beregne en referencerente for usikrede pengemarkedsudlån i T/N-segmentet. T/N-renten fastsættes på grundlag af indberetninger til Nationalbanken fra en gruppe større aktører på det danske pengemarked om omfanget af deres usikrede interbank-udlån i T/N-segmentet og udlånenes gennemsnitlige rente. Nationalbanken beregner på baggrund heraf en omsætningsvejret T/N-referencerente. T/N-renten anvendes som grundlag for T/N-renteswaps, der ligeledes blev introduceret i 1997. Ved indgåelse af en T/N-renteswap aftaler parterne i princippet at udveksle betaling af fast rente (swaprenten for den pågældende løbetid) mod betaling af variabel dag til dag-rente (T/N-renten). Rentebetalingerne beregnes på basis af en fiktiv hovedstol. T/N-renten og T/N-renteswaps er nærmere beskrevet i Birgitte Damm Fischer og Anne Reinhold Pedersen, Ny pengemarkedsstatistik, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1997. "CITA swap" anvendes ofte synonymt for T/N-renteswaps. CITA står for Copenhagen Interest T/n Average.

som nødvendige for at sikre et pengemarked med aktiv udveksling af likviditet mellem pengeinstitutterne.¹

TILPASNINGEN AF DE PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER I 1999 OG DE EFTERFØLGENDE ÅR

I juni 1999 gennemførte Nationalbanken en større tilpasning af de pengepolitiske instrumenter:

- Realkreditinstitutter² fik adgang til de pengepolitiske instrumenter på lige fod med pengeinstitutter.
- Sikkerhedsgrundlaget for Nationalbankens pengepolitiske udlån blev udvidet fra alene at omfatte kronedenominerede statspapirer til ligeledes at omfatte kronedenominerede realkreditobligationer og visse andre obligationer.³
- Der blev indført et samlet loft (en "ramme") på omkring 20 mia. kr. for penge- og realkreditinstitutternes indskud på foliokonti ved dagens slutning. Den samlede folioramme var fordelt til de enkelte institutter under hensyntagen til størrelse og aktivitet på pengemarkedet. De enkelte institutters foliorammer ville først blive bindende, hvis det samlede indskud på foliokonti oversteg rammen på 20 mia. kr. Et institut kunne derfor overskride sin individuelle ramme, så længe den samlede ramme ikke var overskredet. Indskud, der oversteg de individuelle rammer, ville blive forrentet med foliorenten, hvis den samlede folioramme ikke var overskredet. Ved overskridelse af den samlede ramme ved dagens afslutning ville indskud over de individuelle rammer blive konverteret til indskudsbeviser.

Udvidelsen af modpartskredsen med realkreditinstitutter og sikkerhedsgrundlaget med realkreditobligationer afspejlede international praksis på området.⁴ Indførelsen af et nyt foliorammesystem havde først og fremmest sin baggrund i, at en række pengeinstitutter indsatte betydelige beløb på deres foliokonti i forbindelse med uroen på de finansielle markeder i efteråret 1998, jf. kapitel 2.⁵ Hertil kom den væsentlige udvi-

¹ Jf. side 39 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1997 samt Nationalbankens pressemeddelelse af 23. april 1997 om ophævelse af folioindskudsrammer og offentliggørelse af pengemarkedsrente (optrykt på side 56 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Maj 1997).

² Herunder filialer i Danmark af udenlandske kreditinstitutter, der udøvede realkreditvirksomhed.

³ For at være i stand til administrativt at håndtere det store antal forskellige belånbare obligationer (fondskoder) efter udvidelsen af sikkerhedsgrundlaget, blev det juridiske format for Nationalbankens pengepolitiske udlån ændret fra repoforretninger til lån mod traditionel pant i en pulje af sikkerheder. Samtidig kunne man overgå til at foretage udlån med samme dags valør svarende til praksis for salg af indskudsbeviser, og den faste ugentlige dag for indgåelse af udlånsforretninger blev flyttet fra torsdag til fredag.

⁴ Jf. Danmarks Nationalbank, *Ændringer af de pengepolitiske instrumenter*, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1999.

⁵ Jf. side 29 Danmarks Nationalbank, *Anvendelsen af de pengepolitiske instrumenter*, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2003.

delse af mængden af aktiver, som kunne belånes i Nationalbanken, hvorved afgrænsningen af belåningsgrundlaget i praksis ikke længere satte grænser for muligheden for at optage pengepolitiske lån, jf. figur 3.4. Foliorammesystemet skulle forhindre penge- og realkreditinstitutterne i at opbygge uforholdsmæssigt store likviditetsreserver på deres foliokonti, som kunne anvendes til spekulation i såvel rente- som valuta-kursændringer.

Det foliorammesystem, som blev indført i 1999, sikrede et absolut loft over det samlede folioindestående. De tidligere foliorammer, der var indført i 1992 – og afskaffet igen i 1997 – sikrede til sammenligning hermed ikke en effektiv begrænsning af likviditetsopbygning under valutauro med nedadgående pres mod kronen. Godt nok var der et loft over forrentningen af folioindeståendet, men der var ikke noget absolut loft for mængden af likviditet, der kunne opbygges. Under det nye system var der dog fortsat mulighed for opbygning af en beholdning af indskudsbeviser, som ved forfald blev omdannet til foliolikviditet.

Niveauet for den samlede folioramme i det nye foliorammesystem var fastlagt, så foliorammerne ikke ville udgøre et problem for den daglige betalingsafvikling. Der opstod stort set ikke tilfælde, hvor det blev nødvendigt at konvertere folioindestående til indskudsbeviser.¹ Det skal dog ses i lyset af, at Nationalbanken i tilfælde, hvor man kunne se, at der var risiko for overskridelse af den samlede folioramme, åbnede for salg af indskudsbeviser inden dagens udgang.²

Efter tilpasningen i 1999 fandt der kun få og små justeringer af det pengepolitiske instrumentarium sted i årene frem til 2005.³ I januar 2001 blev omkring 1/5 af de individuelle foliorammer justeret i lyset af udviklingstendenser i den finansielle sektor, herunder Danske Banks overtagelse af BG Bank. Den overordnede folioramme blev fastholdt omkring 20 mia. kr. Det samme niveau for den overordnede ramme blev ligeledes fastholdt i januar 2003, hvor de individuelle foliorammer generelt blev justeret. Endelig blev det udvalg af obligationer, der kunne danne

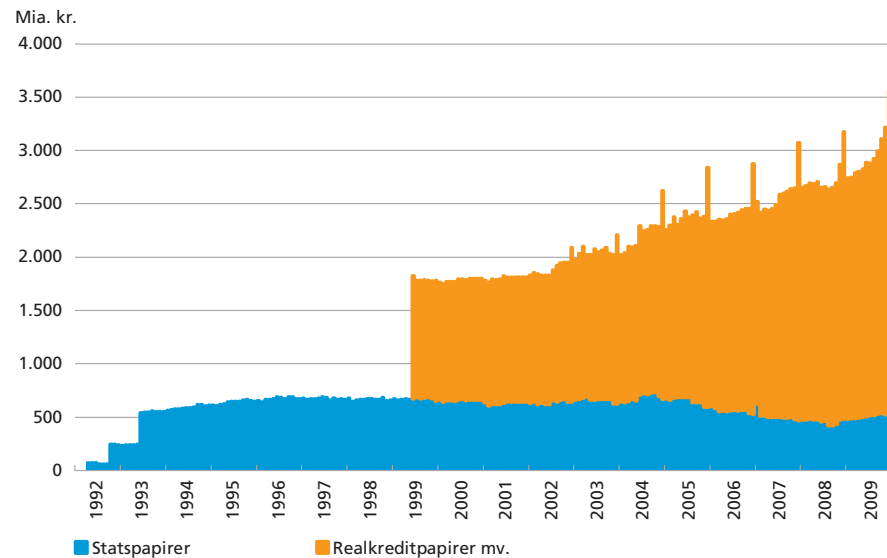
¹ I et enkelt tilfælde blev det dog nødvendigt at konvertere folioindestående til indskudsbeviser. Forud for en renteforhøjelse i begyndelsen af marts 2006 indsatte en række penge- og realkreditinstitutter store beløb på deres foliokonti i Nationalbanken. Med udsigten til en rentestigning spekulerede institutterne i at lade deres overskudslikviditet stå på folio og afvente køb af indskudsbeviser, indtil renten var steget. Da det indebar en overskridelse af den samlede ramme for indestående på folio, blev godt 9 mia. kr. af det samlede folioindestående konverteret til indskudsbeviser. Konverteringen forløb uden problemer for den daglige betalingsafvikling, jf. side 35 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2006.

² Jf. side 29 i Danmarks Nationalbank, *Anvendelsen af de pengepolitiske instrumenter, Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2003. Desuden blev foliorammerne midlertidigt suspenderet under de urolige forhold på pengemarkederne under finanskrisen i slutningen af september 2008, jf. side 12 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2008.

³ De væsentligste ændringer efter 2005 vedrører overgangen til 7-dages løbetid på pengepolitiske udlån og indskudsbeviser i maj 2007 og indførelsen af en marginal mellem udlånsrenten og indskudsbevisrenten i juni 2009, jf. side 10-11 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2007; og side 11 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2009.

UDESTÅENDE MÆNGDE AKTIVER BELÅNBARE VED NATIONALBANKENS
PENGEPOLITISKE UDLÅN, APRIL 1992 – DECEMBER 2009

Figur 3.4



Anm.: Nominel værdi.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

grundlag for pengepolitiske lån, udvidet med eurodenominerede danske stats- og realkreditobligationer i juni 2004.

ANVENDELSEN AF DE PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER OG UDVIKLINGEN PÅ PENGEMARKEDET EFTER 1999

Nationalbanken havde 113 penge- og realkreditinstitutter som pengepolitiske modparter ved udgangen af 2009. Til sammenligning var det samlede antal af penge- og realkreditinstitutter i Danmark på 140¹ ultimo 2009. Ved udgangen af 1997 var 150 pengeinstitutter modparter, mens den samlede bestand af penge- og realkreditinstitutter på det tidspunkt var 199². En del af tilbagegangen i antallet af modparter kunne henføres til overtagelser og fusioner i sektoren. Derudover valgte et antal institutter at opgive deres adgang til de pengepolitiske instrumenter i forbindelse med indførelsen af Nationalbankens nye betalingssystem, Kronos, i november 2001, jf. supplement A. Tilslutning til Kronos var en betingelse for at få adgang til konti i Nationalbanken, hvilket øgede de it-systemmæssige omkostninger ved at være pengepolitisk modpart.

¹ Jf. Finanstilsynet, *Hovedtal 2005-2009 for finansielle virksomheder under tilsyn*, maj 2010.

² Jf. Finanstilsynet, *Hovedtal fra Finanstilsynet 1997*, november 1998.

Tilbagegangen i antallet af modparter blev ikke et problem for gennemførelsen af pengepolitikken. Nationalbanken havde traditionelt været åben for en bred kreds af modparter ud fra et princip om ligebehandling. Det var dog lige så klart, at det var en ret lille kreds af større institutter, som var afgørende for et klart gennemslag fra Nationalbankens renter til pengemarkedsrenterne og renterne over for bankernes detailkunder. De pengepolitiske lån var som regel fordelt på et forholdsvis lille antal institutter. Antallet varierede med institutternes nettostilling over for Nationalbanken, men typisk havde kun 10-20 institutter på et vilkårligt tidspunkt lån i Nationalbanken. Antallet af institutter med indskudsbeviser var normalt noget større, idet de udestående indskudsbeviser typisk var fordelt på 50-60 institutter.¹

De penge- og realkreditinstitutter, som ikke havde relationer til Nationalbanken, klarede i stedet deres likviditetshåndtering via konti i korrespondentbanker. Der var især tale om mindre pengeinstitutter, som anvendte mellemstore og store banker som "husbank". Fordelingen af værdien af de pengepolitiske modparter indbyrdes usikrede dag til dag-pengemarkedsudlån pr. bankdag i 4. kvartal 2003 og 1. kvartal 2004 er vist i tabel 3.1. Institutter med en folioramme på 700 mio. kr. og derover havde et samlet udlån på 6,1 mia. kr. pr. bankdag. Heraf gik de 4,3 mia. kr. (svarende til 71 pct.) til de andre store institutter, mens 59 mio. kr. (svarende til 1 pct.) gik til de mindste institutter med en folioramme under 50 mio. kr. Tabel 3.1 illustrerer også, at de mellemstore banker i et ikke uvæsentligt omfang handlede likviditet med hinanden. Fx gik 8 pct. af udlånene fra institutter med en folioramme på 100-299 mio. kr. til andre institutter af samme størrelse.²

I talen ved Realkreditrådets årsmøde i april 1999 gav nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersen udtryk for en forventning om, at udvidelsen af modpartskredsen med realkreditinstitutter i juni 1999 ville bidrage til at forbedre pengemarkedets funktionalitet:

"Nationalbanken ser frem til, at realkreditinstitutterne ikke bare vil benytte denne adgang til at tilgodese egne likviditetsbehov, men at institutterne aktivt vil bidrage til at gøre pengemarkedet bredere og endnu mere velfungerende."³

¹ Jf. side 22 Danmarks Nationalbank, *Anvendelsen af de pengepolitiske instrumenter, Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2003.

² Jf. side 92 i Kim Abildgren og Henrik Arnt, *Aktiviteten i det danske pengemarked*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2004.

³ Citat fra Grundlag for Bodil Nyboe Andersens udtalelser på Realkreditrådets årsmøde den 22. april 1999 (optrykt i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1999).

FORDELING AF VÆRDIEN AF DEN INDBYRDES OMSÆTNING MELLEM
PENGEPOLITISKE MODPARTER AF USIKREDE DAG-TIL-DAG-LÅN I 4. KVARTAL
2003 SAMT 1. KVARTAL 2004, GENNEMSNIT PR. BANKDAG (MIO. KR.)

Tabel 3.1

Fra institutter med en folioramme (mio. kr.) på:	Til institutter med en folioramme (mio. kr.) på:					
	700 og derover	300-699	101-299	50-100	1-49	I alt
700 og derover	4.340	1.125	360	201	59	6.085
300 - 699	1.243	228	71	28	-	1.569
101 - 299	421	661	103	38	-	1.222
50 - 100	236	66	86	41	-	429
1 - 49	0	-	-	-	-	0
I alt	6.240	2.080	619	308	59	9.305

Kilde: Kim Abildgren og Henrik Arnt, Aktiviteten i det danske pengemarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2004.

Denne forventning blev ikke indfriet. Trods efterfølgende opfordring¹ blev realkreditinstitutterne aldrig særligt aktive spillere på pengemarkedet.

Indskudsbeviser fik aldrig den rolle som grundlag for sikret likviditetsudveksling på pengemarkedet, som de var tiltænkt ved deres indførelse i 1992. Omsætningen på den sikrede del af pengemarkedet var i anden halvdel af 1990'erne domineret af repoforretninger i statspapirer, og efter 2000 var det valutaswaps, som vandt frem, jf. figur 3.2 side 95. Sidstnævnte marked havde i lyset af en stigende international orientering i sektoren nu deltagelse af en bredere kreds af banker sammenlignet med situationen i begyndelsen af 1990'erne.² Omsætningen med indskudsbeviser udgjorde derimod kun en brøkdel af den øvrige omsætning i det sikrede pengemarked.³ Den sekundære handel med skatkammerbeviser var også relativt begrænset i årene efter årtusindskiftet⁴. Sidstnævnte skulle bl.a. ses i lyset af, at der var kommet andre korte obligationer på markedet som led i finansieringen af realkreditinstitutternes rentetilpasningslån.

Selv om indskudsbeviserne ikke blev genstand for større omsætning i pengemarkedet, var der stor interesse for beviserne i perioden efter årtusindskiftet, jf. figur 3.5. Indskudsbeviser indgik som en del af den finansielle sektors likviditetsberedskab, såfremt der skulle opstå operationelle problemer, fx i forbindelse med afviklingen af de store betalinger knyttet til terminsdatoerne for realkreditlån, især de traditionelt store

¹ Jf. Bodil Nyboe Andersens tale på Realkreditrådets årsmøde den 30. april 2003 (optrykt i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2003)

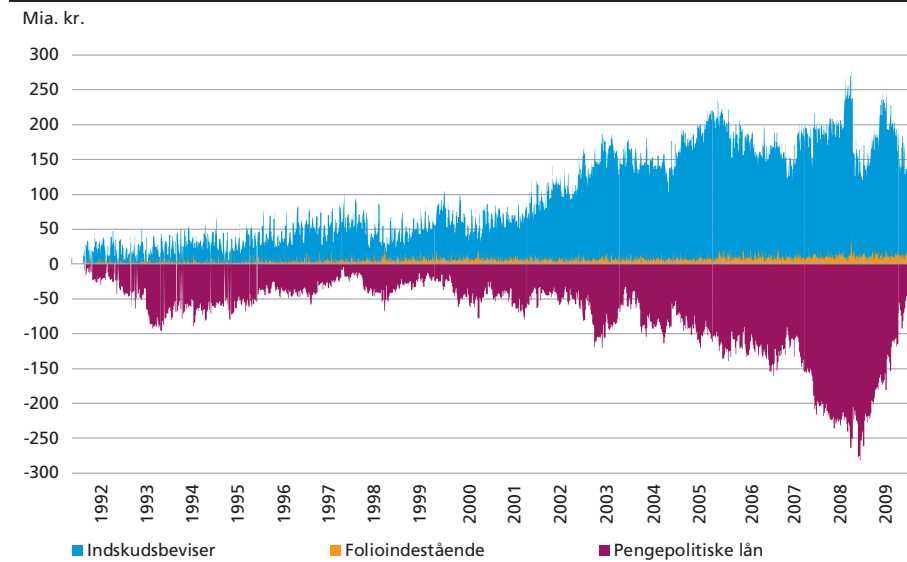
² Jf. side 60 i Palle Duvier Mehbye og Jacob Topp, Udviklingen på pengemarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, August 1996.

³ Jf. side 73 i Danmarks Nationalbank, *Pengepolitik i Danmark*, 2. udgave, 2003.

⁴ Jf. side 85-87 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 2003, kapitel 8: Skatkammerbevisprogrammet.

ANVENDELSEN AF DE PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER APRIL 1992 –
DECEMBER 2009

Figur 3.5



Anm.: Daglige observationer.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

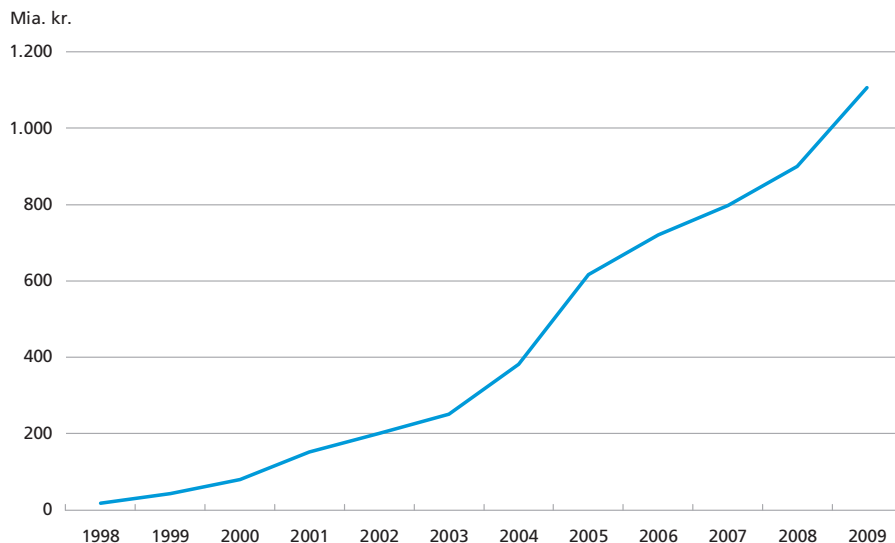
årlige refinansieringer af rentetilpasningslån ved årets begyndelse, jf. figur 3.6.¹ Ved at have en beholdning af indskudsbeviser kunne penge- og realkreditinstitutterne – hvis det blev nødvendigt – hurtigt rejse likviditet over pengemarkedet via salg eller belåning af indskudsbeviser eller via tilbagesalg af indskudsbeviser til Nationalbanken, såfremt Nationalbanken gennemførte markedsoperationer.

Den stigende efterspørgsel efter indskudsbeviser som en del af sektorens likviditetsberedskab afspejlede sig i et øget omfang af såvel pengepolitiske lån som indskudsbeviser. Da udlånsrenten og indskudsbevisrenten frem til midten af 2009 var identiske, var der ikke noget økonomisk incitament for modparterne til at udveksle likviditet med hinanden via pengemarkedet frem for at anvende Nationalbankens instrumenter. Hertil kom, at visse modparter havde bruttobeholdninger af såvel pengepolitiske lån som indskudsbeviser.

¹ Jf. side 35 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2005. Ved årsskiftet 1997/98 introducerede et af realkreditinstitutterne auktioner til refinansiering af rentetilpasningslån i stedet for at benytte det sædvanlige løbende salg, jf. side 50 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1997. Senere blev denne udstedelsesprocedure den normale praksis for de fleste realkreditinstitutter ved refinansiering af rentetilpasningslån. Realkreditrådet og Realkreditforeningen aftalte i oktober 2009 med Nationalbanken, at realkreditinstitutterne vil gennemføre tiltag, der resulterer i en mere jævn fordeling af tidspunktet for refinansiering af rentetilpasningslån end hidtil, jf. side 15 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2009.

REALKREDITINSTITUTTERNES RENTETILPASNINGSLÅN MED LØBETID OP TIL
1 ÅR 1998-2009

Figur 3.6



Anm.: Udestående beløb ultimo året.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Handelsformerne på det danske pengemarked var i perioden efter 1990 karakteriseret ved fire strukturelle tendenser:

- For det første var der en markant tilbagegang i den mæglerbaserede omsætning. I begyndelsen af 1990'erne var der to lokale pengemarkedsrådgivere, som tilsammen skønsmæssigt stod for en væsentlig del af omsætningen med danske pengemarkedsprodukter. Med virkning fra januar 2000 fusionerede de to lokale rådgivere til et enkelt selskab, og flere aktører på det danske pengemarked var begyndt også at anvende udenlandske rådgivere med base i fx London og Frankfurt.¹ Den samlede omsætning af danske pengemarkedsprodukter via danske og udenlandske rådgivere var dog efter alt at dømme ganske beskeden i årene efter 2000. Tilbagegangen i antallet af større deltagere på pengemarkedet havde gjort det lettere for deltagerne at handle direkte med hinanden uden de store søgeomkostninger. Herved kunne der spares rådgiveromkostninger.
- For det andet blev det i lyset af den fortsatte fastkurspolitik og stadig mindre udsving i kronekursen mere almindeligt at benytte euromarkedet til afdækning af renterisici på korte kronepositioner via

¹ Jf. side 25-26 i Anders Mølgaard Pedersen og Michael Sand, Det danske pengemarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2002.

eurodenominerede OTC-derivater¹ såsom FRA² og renteswaps. Anvendelsen af euromarkedet var formentlig ligeledes medvirkende til, at børsnoterede danske pengemarkedsprodukter aldrig nåede at få fast fodfæste. I 1993 var der blevet introduceret handel med korte rentefutures³ på Københavns Fondsbørs, men handlen blev indstillet igen i 2001 grundet ringe omsætning.⁴

- For det tredje betød fremvæksten af elektroniske informationssystemer, at det blev lettere for markedsdeltagerne selv at indsamle prisoplysninger frem for at kontakte pengemarkedsmæglere herom pr. telefon. Den tilbageværende lokale pengemarkedsmægler formåede dog at bevare en central rolle som elektronisk formidler af prisinformation på det danske pengemarked, og Nationalbanken anvendte derfor pengemarkedsmægleren i forbindelse med ekstraordinære markedsoperationer. Derimod var der ingen tendenser i retning af elektronisk handel på det danske pengemarked. Handlen fandt fortsat sted via telefon (enten direkte eller via mægler).
- For det fjerde faldt antallet af market makere i pengemarkedet fra 15 i 1996 til omkring 10 i 2009. Tilbagegangen kunne delvis henføres til overtagelser og fusioner i sektoren. Desuden havde enkelte aktører trukket sig ud af aftalerne.

Muligheden for yderligere fusioner i sektoren fik Finansrådet til at igangsætte et arbejde med at udvide kredsen af Cibor⁵-stillere med flere udenlandske banker. Den katalyserende faktor var, at British Bankers' Association i juni 2003 var begyndt at opgøre referencerenter for usikrede lån i danske kroner på London-pengemarkedet (DKK-Libor) på basis af indberettede satser fra 8 banker.⁶ For at sikre en fortsat troværdig og anerkendt Cibor blev kredsen af banker, der deltog i fastsættelsen af Cibor, i april 2005 udvidet med 4 udenlandske banker til i alt 12 banker,

¹ Dvs. derivater, som handles uden om en børs.

² Fremtidig Rente Aftaler, dvs. aftaler om forrentning af en fiktiv hovedstol til en på forhånd aftalt rentesats i en given fremtidig periode.

³ Dvs. en standardiseret børsnoteret kontrakt om forrentning af en fiktiv hovedstol til en på forhånd aftalt rentesats i en given fremtidig periode, jf. Jørgen Damgaard, Cibor-futures: Et nyt centralt pengemarkedsinstrument?, *Finans/Invest*, nr. 6, 1994.

⁴ Jf. side 32 i Anders Mølgaard Pedersen og Michael Sand, Det danske pengemarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2002.

⁵ Cibor (Copenhagen InterBank Offered Rate) er en referencerente, der betegner den rentesats, hvortil et pengeinstitut er villig til at udlåne kronelikviditet på usikret basis til et andet kreditværdigt pengeinstitut. Cibor beregnes af Nationalbanken på baggrund af dagligt indberettede satser fra en række større pengeinstitutter. Beregningen af Cibor blev etableret i 1988 og blev fra starten anvendt som referencerente i forbindelse med det nyetablerede marked for FRA og snart efter også en række andre pengemarkedsderivater, jf. side 276-277 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993; Jan Terkelsen, Forward Rate Agreement og Copenhagen Interbank Offered Rate, *Finans/Invest*, nr. 7, 1988; Torben Visholm, Off-balance instrumenter – en oversigt over Cibor relaterede produkter, *Finans/Invest*, nr. 6, 1989; Poul Kjær, Det danske FRA (Forward Rate Agreement) marked, *Finans/Invest*, nr. 7, 1989; samt Morten Kjærgaard og Katrine Skjærbæk, Cibor, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2008.

⁶ Jf. side 16-17 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2003.

ligesom antallet af løbetider, for hvilke der blev fastsat Cibor-satser, blev forøget.¹ I begyndelsen af 2008 blev kredsen af T/N-indberettere ligeledes udvidet med en udenlandsk bank.²

Det var indtrykket, at pengemarkedet generelt fungerede godt i perioden fra slutningen af 1990'erne og årene umiddelbart efter årtusindskiftet.³ Den forbedrede pristillelse med smallere og mere stabile spænd mellem ud- og indlånsrenter blev som helhed fastholdt. Der var heller ikke tegn på særlige problemer med de indbyrdes priser på de enkelte pengemarkedsprodukter.

I perioder med uro på de finansielle markeder var funktionaliteten af pengemarkedet derimod ringere.

INSTRUMENTERNE OG RENTETRANSMISSIONEN

De nye pengepolitiske instrumenter, der blev indført i april 1992, viste sig at være velegnede til styring af de kortere pengemarkedsrenter, som generelt set fulgte Nationalbankens renter tæt i perioder uden uro på de finansielle markeder.

I perioder med uro på valutamarkederne og pres mod kronen så man ofte et opadgående pres på de lidt længere sikrede pengemarkedsrenter i forhold til Nationalbankens renter, jf. figur 3.7. Det var udtryk for en god forståelse af Nationalbankens pengepolitiske reaktionsmønster: Såfremt der var et længerevarende nedadgående pres mod kronen, som ikke kunne imødegås via interventioner i valutamarkeder, ville Nationalbanken øge sine pengepolitiske renter i forhold til de pengepolitiske renter i euroområdet (Tyskland før 1999).⁴ Det forhold, at man hurtigt fik et opadgående pres på pengemarkedsrenterne i situationer med et nedadgående pres mod kronen bidrog i sig selv til at lægge en dæmper på incitamentet til spekulation mod kronen. Denne stabiliserende egenskab ved instrumentdesignet kunne henføres til fravalget af en marginal udlånsfacilitet, hvor institutterne på eget initiativ umiddelbart kunne rejse ekstra likviditet.

¹ Jf. Finansrådets pressemeddelelse om 4 nye internationale deltagere i Cibor-fixingen af 7. januar 2005. I februar 2010 var antallet af Cibor-indberettere reduceret til 8.

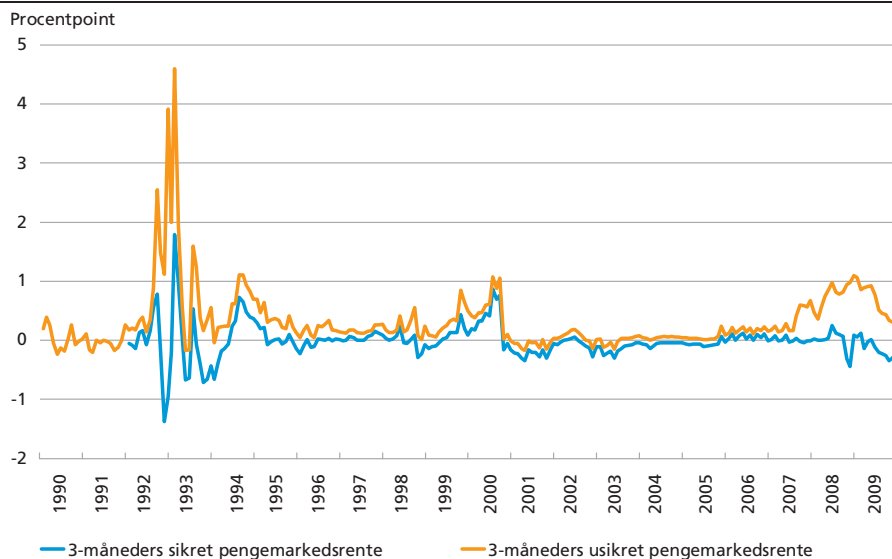
² Jf. Finansrådets pressemeddelelse "Change in the Danish Tomorrow Next interest rate" af 13. december 2007. Ved introduktionen af T/N-renten i maj 1997 deltog 14 pengeinstitutter i indberetningskredsen. I februar 2010 var antallet reduceret til 11.

³ Jf. side 35-36 i Anders Mølgaard Pedersen og Michael Sand, Det danske pengemarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2002.

⁴ Det var faktisk muligt at genfinde dette reaktionsmønster ganske tydeligt i månedlige data. For perioden 1996-2005 kunne man således få en god empirisk beskrivelse af niveauet for Nationalbankens indskudsbevisrente ud fra den pengepolitiske rente i euroområdet (Tyskland før 1999), ændringerne i kronens kurs over for euro (D-mark før 1999) og Nationalbankens interventioner i kronevalutamarkedet, jf. Niels C. Beier og Peter E. Storgaard, Identifying monetary policy in a small open economy under fixed exchange rates, Danmarks Nationalbank, *Working Paper*, nr. 38, 2006.

SPÆND MELLEML 3-MÅNEDERS PENGEMARKEDSRENTER OG NATIONALBANKENS UDLÅNSRENTE 1990-2009

Figur 3.7

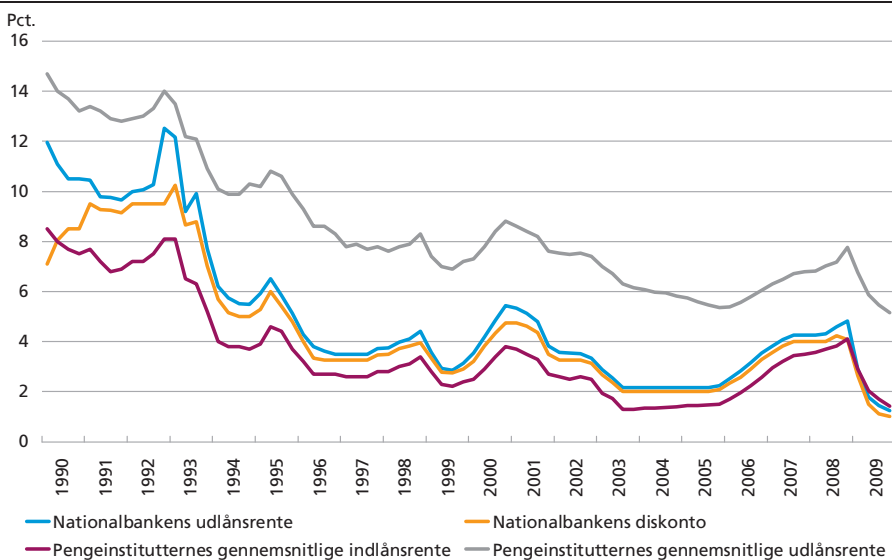


Anm.: Månedsgennemsnit. Den sikrede pengemarkedsrente vedrører repoforretninger (bid-satser) og starter først i januar 1992. Den usikrede pengemarkedsrente er Cibur-satser. Nationalbankens udlånsrente før april 1992 angiver renten ved træk på folio.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

NATIONALBANKENS RENTER OG PENGEINSTITUTTERNES DETAILRENTER 1990-2009

Figur 3.8



Anm.: Kvartalsgennemsnit. Pengeinstitutternes renter er vægtede gennemsnit af renterne for udestående forretninger med sektorerne offentlig forvaltning og service, ikke-finansielle selskaber og husholdninger, dvs. ekskl. MFI-sektoren og andre finansielle selskaber. Der er korrigeret for databrud i serierne. Nationalbankens udlånsrente før april 1992 angiver renten ved træk på folio.

Kilde: Maria Carlsen og Charlotte Franck Fæste, Gennemslaget fra Nationalbankens renter til bankernes detailrenter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2007. Opdateret med nye og reviderede tal ud fra de i referencen anførte kilder.

Der var en tendens til større forskel mellem de usikrede og sikrede renter, når de finansielle markeder var præget af uro og banksystemet under pres, fx i 1992-93. Det afspejlede præmier for øget kredit- og likviditetsrisiko i de usikrede renter.

I det meste af perioden fra 1990 var der ligeledes et højt og hurtigt gennemslag fra Nationalbankens pengepolitiske renter til pengeinstitutternes renter over for virksomheder og husholdninger, jf. figur 3.8. Pengeinstitutterne ændrede normalt deres renter i løbet af samme måned som den pengepolitiske renteændring eller i den efterfølgende måned.¹ Det skal dog understreges, at en stor del af pengeinstitutternes udlånsrenter – især over for større erhvervskunder – er knyttet op på pengemarkedsrenter (herunder Cibor) og derfor ikke direkte følger Nationalbankens renter. Man så endvidere en tendens til udvidelse af pengeinstitutternes rentemarginal i perioder, hvor der var pres på pengeinstitutternes indtjening, fx i begyndelsen af 1990'erne.

¹ Jf. Maria Carlsen og Charlotte Franck Fæste, Gennemslaget fra Nationalbankens renter til bankernes detailrenter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2007.

KAPITEL 4

Udviklingen i den finansielle sektor – struktur og regulering

KONSOLIDERING I PENGEINSTITUTSEKTOREN

Den danske pengeinstitutsektor var præget af store strukturelle forskydninger i årene efter 1980.¹ Mange institutter ophørte, og der var flere bølger af fusioner og overtagelser som led i sektorens generelle bestræbelser på at opnå rationaliseringer og stordriftsfordele, jf. appendiks 4.A. Antallet af pengeinstitutter blev mere end halveret fra omkring 300 i 1980 til godt 130 i 2009, jf. figur 4.1.

Fusionerne førte til nedlæggelser af filialer som følge af overlappende filialnet. Antallet af banksteder blev næsten halveret fra 1980 til 2009. Sammen med den teknologiske udvikling – fx udbredelsen af kontant-automater og kundernes øgede adgang til at foretage bankforretninger via telefon og pc – muliggjorde det isoleret set en reduktion i antallet af ansatte.²

Personaleudviklingen var dog præget af store udsving. Under højkonjunkturen i den første del af 1980'erne steg antal ansatte med over 20 pct. Med konjunkturomsvinget i 1987 og bankkriserne frem til midten af 1990'erne blev fokus atter rettet mod tilpasning af omkostninger og personaleforbrug. Antallet af ansatte faldt fra knap 55.000 i 1987 til omkring 40.000 i anden halvdel af 1990'erne. I 2005-09 steg antallet af ansatte igen til mere end 45.000.

Strukturen i pengeinstitutsektoren blev afgørende ændret i 1990, da seks af de største pengeinstitutter blev sluttet sammen i to storbanker.³ Den Danske Bank, Handelsbanken og Provinsbanken fusionerede og blev videreført som Den Danske Bank, mens Sparekassen SDS, Privatbanken og Andelsbanken blev sammenlagt til Unibank.

Dannelsen af storbankerne i 1990 førte til en markant koncentration i banksektoren, jf. figur 4.2. De to nye banker tegnede sig således herefter tilsammen for 55-60 pct. af sektorens samlede udlån. Tre andre større

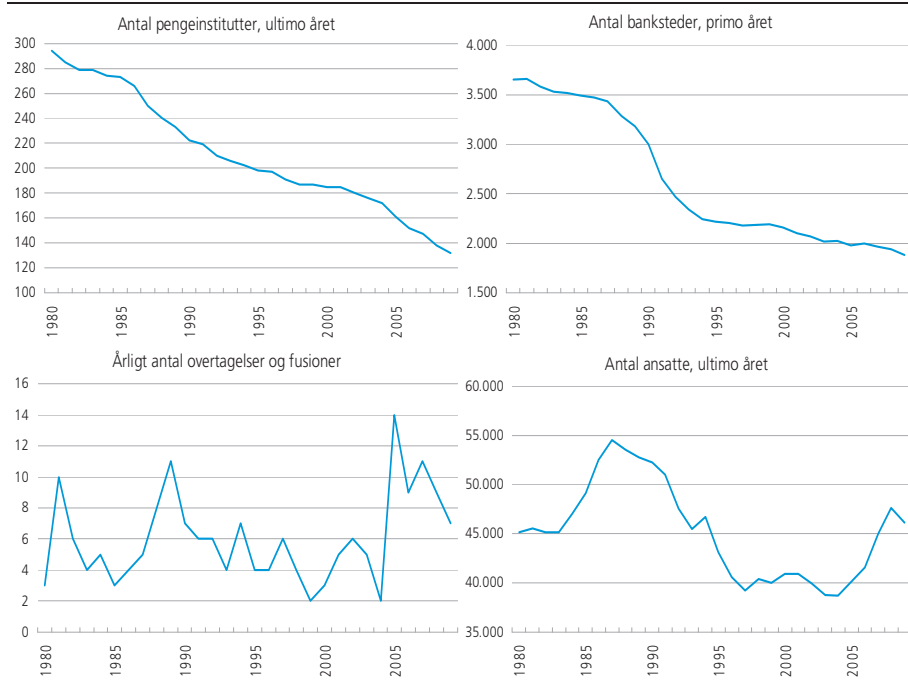
¹ Jf. fx Cato Baldvinsson, Torben Bender, Kim Busck-Nielsen og Flemming Nytoft Rasmussen, *Dansk Bankvæsen*, 5. udgave, Forlaget Thomsen, 2005.

² Jf. side 23 i Allan Damm Christensen, Pengeinstitutternes regnskabsresultater, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Maj 1996.

³ Jf. side 360-361 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

NØGLETAL FOR UDVIKLINGEN I PENGEINSTITUTSEKTOREN 1980-2009

Figur 4.1

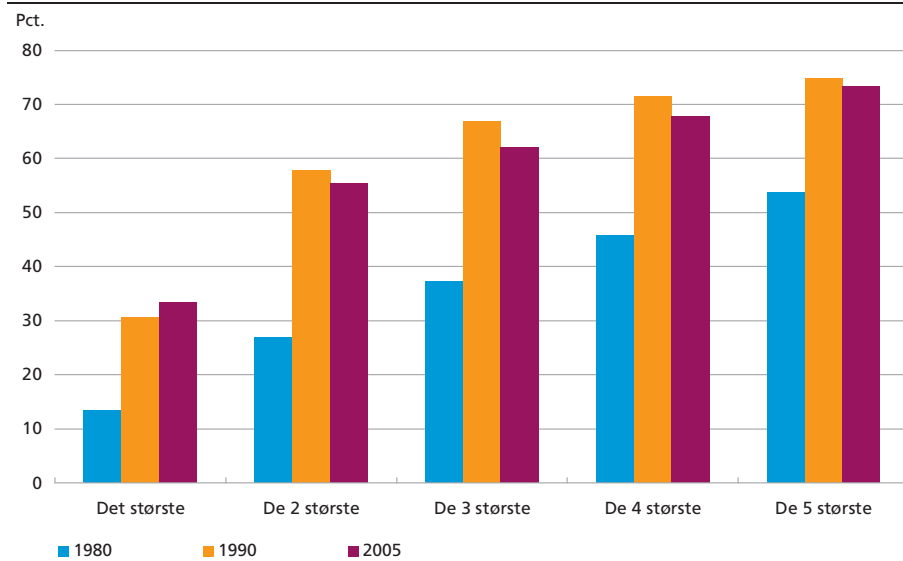


Anm.: Antal banksteder er opgjort som filialer i Danmark af danske pengeinstitutter.

Kilde: Finansrådet og Finanstilsynet.

MARKEDSANDELE FOR DE 5 STØRSTE PENGEINSTITUTTER 1980-2005

Figur 4.2



Anm.: Markedsandel opgjort på basis af udlån fra pengeinstitutter i Danmark til ikke-kreditinstitutter. Udenlandske filialer i Danmark indgår ikke i opgørelsen. Markedsandelene er opgjort på basis af institutregnskaber (dvs. ikke koncernregnskaber), og udlån fra institutternes filialer i udlandet er fraregnet.

Kilde: Finanstilsynet og institutternes årsregnskaber.

pengeinstitutter tegnede sig for andre 15 pct., så de 5 største pengeinstitutter stod for 70-75 pct. af udlånet. Den danske banksektor kom her ved op på en koncentrationsgrad, der hørte til blandt de højeste i EU svarende til situationen i andre mindre lande såsom Sverige og Holland.¹

BRANCHEGLIDNING OG FINANSIELLE KONCERNER

Indtil midten af 1980'erne var de finansielle institutioner i Danmark opdelt efter sektorer med skarp adskillelse af pengeinstitut-, realkreditinstitut- og forsikringsvirksomhed.² Fra midten af 1980'erne begyndte de første finansielle koncerner at dukke op, dvs. finansielle virksomheder, der på samme tid drev forretninger på flere forskellige finansielle delmarkeder såsom bankvirksomhed, realkredit, forsikring osv.

Koncerndannelsen var et resultat af, at de forskellige finansielle institutioner i stigende grad konkurrerede om de samme kunder.³ Hertil kom et ønske om at opnå synergieffekter, fx i distributionen af finansielle produkter. Udviklingen skulle desuden ses på baggrund af den liberalisering af lovgivningen, som fandt sted i slutningen af 1980'erne og den første del af 1990'erne, jf. senere.

De første finansielle koncerner blev skabt af forsikringselskaber. Hafnia Invest A/S blev etableret i 1984 og efterfølgende kom Baltica Holding A/S og TopDanmark A/S. Der var tale om koncerner bestående af et holdingselskab, som ejede selskaber inden for såvel forsikrings- som bankvirksomhed. Der var ikke tale om nogen ubetinget succes, og koncernerne blev senere overtaget eller reorganiseret med hovedvægten lagt på den oprindelige kerneforretning inden for forsikring.⁴ Hafnia blev overtaget af Codan i 1993, Baltica blev overtaget af Tryg i 1995, mens Topdanmark gradvis afviklede de aktiviteter, der ikke direkte var forbundet med forsikringsvirksomhed.⁵

Hvor de første koncerndannelser var initieret af forsikringselskaber og med hovedvægten på forsikring, bød 1990'erne på dannelse af finansielle koncerner med hovedvægt på pengeinstitut- og realkreditvirksom-

¹ Jf. side 48-49 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1990; Jakob Windfeld Lund, Udenlandske banker i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2006; og European Central Bank, *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry - facts and implications*, december 2000.

² Jf. Birgitte Bundgaard Madsen, Finansielle koncerner og konglomerater, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2006; Richard Mikkelsen, Brancheglidning på kapitalmarkedet, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 123, 1985; Hans Ejvind Hansen, Brancheglidning i den finansielle sektor – hvad nu?, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 125, 1987; og Brancheglidning i den finansielle sektor. Betænkning nr. 1108, Industriministeriet, 1987. I appendiks 4.B er der givet en oversigt over udvalgte rapporter og offentlige betænkninger om den finansielle sektor siden 1980.

³ Jf. Lars Østergaard, Den finansielle sektor – efter år 2000, *Finans/Invest*, nr. 1, 2000.

⁴ Jf. side 10 og 79-80 i Den finansielle sektor efter år 2000. Betænkning nr. 1376. Økonomiministeriet, 1999. Delrapport nr. 3: *Udviklingen i den finansielle sektor*.

⁵ Jf. side 55 og 79-80 i Den finansielle sektor efter år 2000. Betænkning nr. 1376. Økonomiministeriet, 1999. Delrapport nr. 3: *Udviklingen i den finansielle sektor*.

hed.¹ Tendenserne til koncentrations- og brancheglidning i den finansielle sektor i årene efter 1990 gav sig endvidere udtryk i mange og skiftende samarbejdsaftaler på tværs af brancheskel.

Nykredit kan nævnes som et eksempel på et realkreditinstitut med skiftende strategier og samarbejdspartnere.² I 1990 blev der indgået en ganske omfattende samarbejdsaftale mellem Unibank, Nykredit og Tryk Forsikring. Aftalen blev i 1991 fulgt op gennem etablering af en koncern bestående af Tryk Forsikring og Nykredit i en holdingkonstruktion. Det var oprindelig tanken, at Unibank også skulle indgå heri, men konstruktionen blev senere opløst igen. Nykredit overtog IRF³ ved en fusion i 1992, og i 1995 indledte Nykredit et samarbejde med Bikuben Girobank og Topdanmark. Nykredit forlod dog samarbejdet igen allerede i 1997 og valgte i stedet at levere pengeinstitutydelser gennem egen bank. I 1999 aftalte Nykredit en fusion med Østifterne Forsikring, og i 2002 blev der annonceret en strategisk samarbejdsaftale med Jyske Bank. Aftalen med Jyske Bank indebar bl.a. fælles it-driftsselskab og formidling af Nykredits realkreditlån til Jyske Banks privatkunder. Jyske Bank stod i forvejen for formidling af Totalkredits⁴ realkreditlån, og i 2003 blev Totalkredit overtaget af Nykredit. Nykredits køb af Totalkredit indebar en strategisk samarbejdsaftale, hvor de 106 lokale og regionale pengeinstitutter, som tidligere ejede Totalkredit, skulle formidle realkreditlån fra både Totalkredit og Nykredit. I 2008 erhvervede Nykredit endvidere Forstædernes Bank, mens Østifterne Forsikring blev frasolgt i 2010.

Realkreditsektoren blev i 1993 udvidet med to pengeinstitutejede selskaber, Danske Kredit og Unikredit⁵, og i 1994 blev de to største realkreditinstitutter ved samarbejdsaftaler og kapitalindsud knyttet tættere til bankdrift, hvorved de kunne formidle lån og afsætte deres obligationer via et net af bankfilialer med tæt kontakt til potentielle kunder. Desuden overtog Den Danske Bank en betydelig del af markedet for livs- og skadeforsikring (Danica via overtagelsen af Baltica-koncernen).⁶ Endvidere kan nævnes dannelsen i 1998 af et nyt realkreditselskab (BG Kredit)

¹ Jf. side 10 og 80-83 i Den finansielle sektor efter år 2000. Betænkning nr. 1376. Økonomiministeriet, 1999. Delrapport nr. 3: *Udviklingen i den finansielle sektor*.

² Jf. side 50 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1990; side 60 og side 80-85 i Den finansielle sektor efter år 2000. Betænkning nr. 1376. Økonomiministeriet, 1999. Delrapport nr. 3: *Udviklingen i den finansielle sektor*; side 74 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2000; side 16 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2002; side 23 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2004; og side 23 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2. halvår 2008.

³ Industriens Realkreditfond, IRF, blev etableret i 1981 ved en fusion mellem Kredittforeningen for industrielle ejendomme og Industriens Hypotekfond, jf. side 361 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

⁴ Totalkredit blev etableret i 1990, hvor en række pengeinstitutter indgik et samarbejde om aktivering af Provsbankernes Reallånefond, der i en årrække ikke havde ydet nye realkreditlån, jf. side 50 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1990.

⁵ Jf. side 48 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993.

⁶ Jf. side 47 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1994. I 1999 afhændede Danske Bank sine skadeforsikringsaktiviteter til TopDanmark.

med et pengeinstitut (BG Bank) og et realkreditinstitut (Realkredit Danmark) som ejere¹ samt fusionen mellem Danske Bank og RealDanmark i 2000.²

Brancheglidningen gennem 1990'erne var et udtryk for, at flere aktører nu havde resurser til at gå ind i en mere aktiv strategi for udviklingen af forretningsomfanget efter i en årrække at have fokuseret på basisvirksomheden. Det gav potentiale for en skærpet konkurrence på gebyrer, lånevilkår og ikke mindst produktudvikling.

På den anden side betød brancheglidningen og den stigende koncentration, at finansiering af investeringer, udstedelse af obligationer, placering af opsparing i værdipapirer og formidling af handel med værdipapirer i større udstrækning end tidligere blev foretaget af samme institut/koncern eller inden for et samarbejdsnet, og ofte skete det i form af pakkedninger.

En stor del af den fusionsaktivitet, der fandt sted i første del af 1990'erne i den danske finansielle sektor, var karakteriseret ved dannelse af finansielle koncerner inden for landets grænser. I slutningen af 1990'erne og efter 2000 blev sektoren også i stigende grad præget af globaliseringen, så fusioner og opkøb blev grænseoverskridende. Det havde formentlig baggrund i, at potentialet for at høste væsentlige stor-driftsfordele gennem overtagelser og fusioner inden for landets grænser var ved at være udtømt.

Et markant eksempel på en grænseoverskridende koncerndannelse blev indledt med fusionen mellem Unibank og Tryg-Baltica Forsikring i marts 1999.³ Fusionen blev gennemført ved, at Tryg-Baltica blev omdannet til et holdingselskab, som derefter blev fusioneret med holdingselskabet Unidanmark som det fortsættende selskab. Denne fusion blev i december 1999 efterfulgt af Unidanmarks opkøb af det norske skadesforsikringsselskab Vesta. I foråret 2000 fusionerede Unidanmark med finsk/svenske MeritaNordbanken, hvilket skabte den hidtil største finansielle koncern i Norden med omfattende fysisk tilstedeværelse i flere nordiske lande.⁴ Koncernen fik navnet Nordic Baltic Holding, men blev senere – efter fusion med den norske bank Christiania Bank og Kreditkasse i oktober 2000 – omdøbt til Nordea.⁵

Dannelsen af grænseoverskridende finansielle koncerner som Nordea og det øvrige stigende omfang af kreditinstitutvirksomhed over landegrænserne, jf. nedenfor, rejste en række problemstillinger i relation til

¹ Jf. side 56 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1997.

² Jf. side 64 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000. RealDanmark var et holdingselskab oprettet af BG Bank og Realkredit Danmark i 1998.

³ Jf. side 59-60 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1999.

⁴ Jf. side 63-64 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000.

⁵ Jf. boks 13 om "Eksempler på grænseoverskridende koncerner i Norden og EU" i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2004*.

finansiel stabilitet. Det gav anledning til etablering af formaliserede samarbejdsaftaler mellem myndighederne på tværs af landegrænserne, jf. kapitel 6.

UDENLANDSKE PENGEINSTITUTTERS AKTIVITETER I DANMARK OG DANSKE PENGEINSTITUTTERS AKTIVITETER I UDLANDET

Med den gradvise afskaffelse af restriktioner på kapitalbevægelser over landegrænser i mange lande i løbet af 1970'erne og 1980'erne blev den danske banksektor mere internationalt orienteret og åben for udenlandsk deltagelse.

I 1975 blev det muligt for udenlandske banker at etablere filialer og datterbanker i Danmark i overensstemmelse med et EF-direktiv på området, og samme år fandt de første udenlandske etableringer sted. Udenlandske banker fandt det dog vanskeligt at opnå et tilfredsstillende forretningsomfang i Danmark. De udenlandske filialer og datterbanker, som befandt sig i Danmark i 1990, tegnede sig for mindre end 1 pct. af ind- og udlån i den danske banksektor.¹

En række grænseoverskridende fusioner og overtagelser i anden halvdel af 1990'erne øgede det internationale islæt i den danske banksektor. Særlig markant var dannelsen af Nordea, jf. tidligere. Endvidere erhvervede eksempelvis Skandinaviska Enskilda Banken i 1999 Codan Bank, mens Svenska Handelsbanken købte Midtbank i 2001. Midtbank blev senere samme år omdannet til en filial af Handelsbanken. Endvidere blev Lokalbanken i Nordsjælland erhvervet af Svenska Handelsbanken i 2009.

I 2005 havde udenlandsk ejede datterbanker og filialer af udenlandske banker en markedsandel i Danmark på omkring 30 pct. målt ved de samlede aktiver. Nordea tegnede sig for den største andel, og det var et karakteristisk træk, at hovedparten af de udenlandske datterbanker (herunder FIH²) var tidligere danskejede banker. Visse af de udenlandske

¹ Jf. side 366 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993. Markedsandelene er beregnet på basis af balancedata, som er bogført i herværende banker. Det kan muligvis undervurdere udenlandske bankers forretningsomfang i Danmark. Selv hvis danske kunder benytter en udenlandsk bank med fysisk tilstedeværelse i Danmark, kan banken vælge at lade forretningerne bogføre i en anden enhed uden for Danmark, jf. Jakob Windfeld Lund, Udenlandske banker i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2006.

² FinansieringsInstituttet for Industri og Håndværk, FIH, blev oprettet i 1958 som et aktieselskab af Danmarks Nationalbank, Danske Bankers Fællesrepræsentation, Danmarks Sparekasseforening, Assurandør-Societetet og Industrirådet, jf. side 48-49 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993. FIHs formål var at styrke industrialiseringsprocessen ved at yde mellem-lange lån til industri- og håndværksvirksomheder. Efterhånden skete FIHs långivning i konkurrence med andre finansielle institutioner, og Nationalbanken valgte at sælge sin aktiebeholdning i FIH i 1998/99. FIH blev i 1999 overtaget af den svenske FöreningsSparbanken, jf. side 60 og 99 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1999. I 2004 blev FIH solgt til den islandske Kaupthing Bank, jf. side 19 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2005. Under finanskrisen i 2008 blev Kaupthing Bank overtaget af de islandske myndigheder, jf. side 13 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2. halvår 2008. I 2010 blev FIH købt af et konsortium bestående af ATP, PFA, Folksam og CPDyvig, jf. pressemeddelelse om "Konsortium bestående af ATP, PFA, Folksam og CPDyvig køber FIH Erhvervsbank" fra FIH Erhvervsbank af 19. september 2010.

filialer havde ligeledes danske rødder.¹ Udenlandske banker foretrak således at realisere ønsket om tilstedeværelse i Danmark gennem opkøb af og fusioner med lokale banker med eksisterende filialnet frem for at oprette egne enheder "fra bunden".

Langt hovedparten af de udenlandske banker i Danmark i 2005 havde modervirksomhed i et af de øvrige nordiske lande.² Ud af de udenlandske bankers samlede aktiver med danske modparter tegnede de nordiske banker sig for ca. 84 pct. Den nordiske dominans skulle formentlig ses på baggrund af, at Norden var et forholdsvis homogent område med hensyn til kultur, sprog, lovgivning, tradition og produktudbud. Det kunne derfor umiddelbart være lettere for en nordisk bank at etablere sig i Danmark end for en ikke-nordisk bank.

For at understøtte deres kunder på såvel hjemme- som eksportmarkedet oprettede danske pengeinstitutter fra midten af 1970'erne repræsentationskontorer i udlandet. Senere blev dette fulgt af etablering af udenlandske filialer og datterbanker. I 1990'erne og årene efter 2000 foretog Danmarks største bank, Danske Bank, en større international ekspansion via opkøb og fusioner. Danske Bank erhvervede eksempelvis Östgöta Enskilda Bank i Sverige i 1997, Focus Bank i Norge i 1999, National Irish Bank i Irland i 2004, Northern Bank i Nordirland i 2004 og Sampobank i Finland i 2007. Danske Bank opnåede således ikke ubetydelige andele af markederne i de øvrige nordiske lande.³

BALANCEVÆKST OG GEARING

Perioden efter 1980 var karakteriseret ved en betydelig vækst i den finansielle sektors balancesumme i forhold til bruttofaktorindkomsten, BFI, jf. figur 4.3. Det var en tendens, som man ikke alene så i Danmark men også i andre udviklede lande med et højt indkomstniveau.⁴

Perioden som helhed var ligeledes præget af en stigning i de reale priser på aktier og boliger, jf. figur 4.4. Stigende boligpriser er normalt fulgt af øgede udlån i den finansielle sektor, når eksisterende boliger omsættes til nye og højere priser. Højere boligpriser giver ligeledes mu-

¹ Jf. Jens Thomsen, Experience of Danish credit institutions in ERM II, *Bancni Vestnik Journal for Money and Banking*, vol. 54(7-8), 2005.

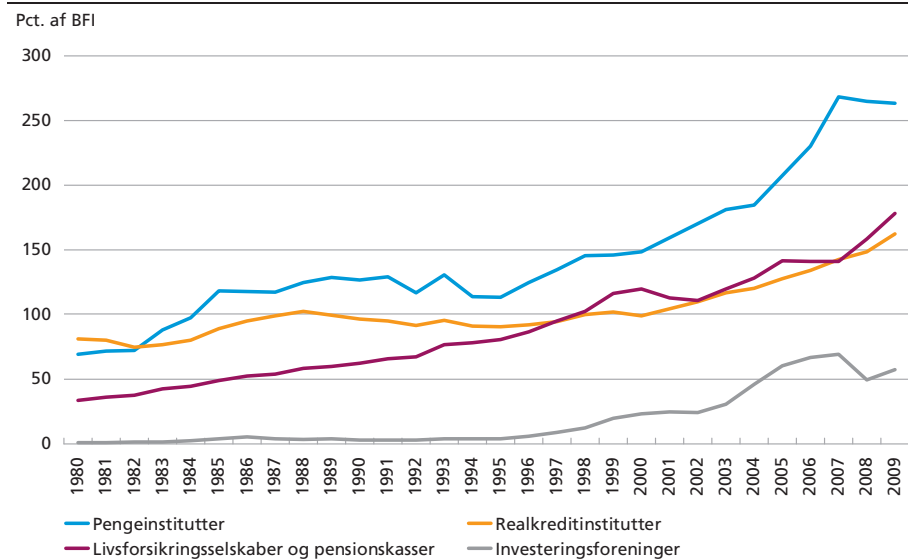
² Jf. Jakob Windfeld Lund, Udenlandske banker i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2006.

³ Jf. Bjarne Jensen, Et nordisk banksystem vokser frem, *Finans/Invest*, nr. 5, 2000.

⁴ Jf. fx oversigterne i Ross Levine, Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, vol. 35(2), 1997; Thomas Barnebeck Andersen, Finansiell udvikling og økonomisk vækst, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 139(1), 2001; og Todd A. Knoop, *Modern Financial Macroeconomics*, Blackwell, 2008.

FINANSIELLE INSTITUTIONERS SAMLEDE FINANSIELLE AKTIVER 1980-2009

Figur 4.3

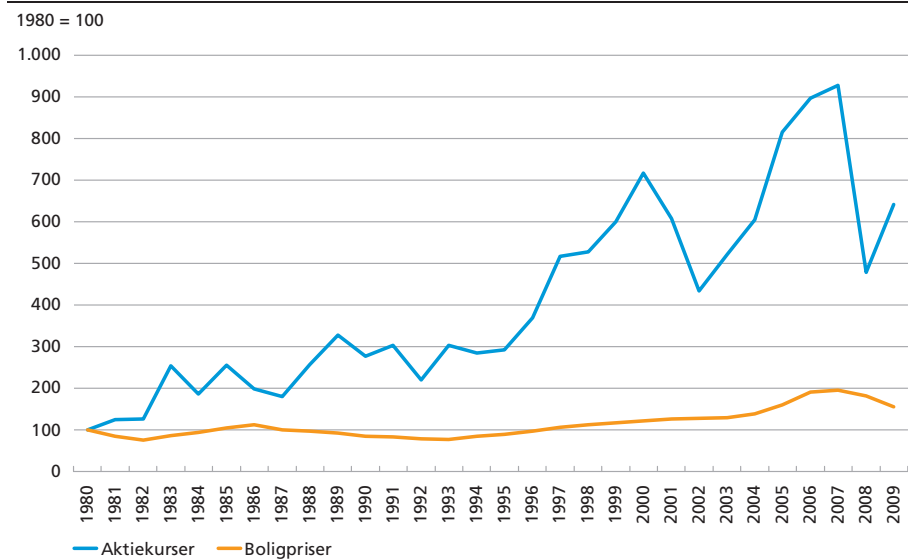


Anm.: Omfatter kun de væsentligste finansielle aktiver. Livsforsikringselskaber og pensionskasser inkluderer ATP, LD og fra 1999 SP.

Kilde: Kim Abildgren, A 'First Go' on Financial Accounts for Denmark 1875-2005, *Scandinavian Economic History Review*, vol. 56(2), 2008. Opdateret ud fra kilderne anført i Abildgren, op.cit.

DEN REALE PRISUDVIKLING PÅ AKTIER OG BOLIGER 1980-2009

Figur 4.4

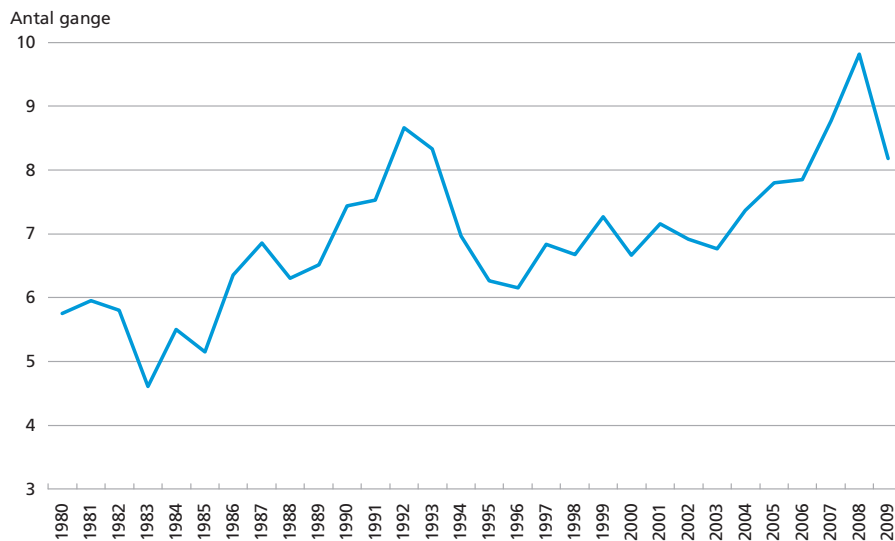


Anm.: Forbrugerprisindekset er anvendt som deflator. Aktiekurser er opgjort ultimo året, mens boligpriser er årsgennemsnit.

Kilde: Kim Abildgren, Monetary Trends and Business Cycles in Denmark 1875-2005 – New Evidence Using the Framework of Financial Accounts for Organising Historical Financial Statistics, Danmarks Nationalbank, *Working Paper*, nr. 41, november 2006. Opdateret ud fra kilderne anført i Abildgren, op.cit.

PENGEINSTITUTTERNES UDLÅNSGEARING 1980-2009

Figur 4.5



Anm.: Opgjort som udlån i forhold til egenkapitalen.

Kilde: Finanstilsynet.

lighed for at belåne friværdien til andet end boligformål¹, og adgangen hertil blev gradvis forøget i perioden, jf. senere.

Kurstigninger på værdipapirmarkedene var kun en del af forklaringen på væksten i de forvaltede formuer i livsforsikringselskaber og pensionskasser efter 1980. En væsentlig del af formuevæksten kunne henføres til nettoindbetalinger til pension, som bl.a. blev understøttet af opbygningen af de arbejdsmarkedspensioner, der blev aftalt ved overenskomstforhandlingerne i 1991.²

For pengeinstitutterne afspejlede de stigende balancesummer i høj grad en betydelig udlånsvækst, som ikke blev fulgt af en tilsvarende vækst i egenkapitalen. Resultatet heraf blev en stigning i pengeinstitutternes gearing af egenkapitalen, jf. figur 4.5. Det er værd at bemærke, at udlånsgearingen var præget af markante stigninger efter lempelsen af kapitalkravene i forbindelse med implementeringen af Basel I og Basel II standarderne for kapitaldækning i henholdsvis 1991 og 2007, jf. senere.

Pengeinstitutternes følsomhed blev forstærket af, at de i årene efter 2000 havde opbygget et stort indlånsunderskud, som blev finansieret ved udstedelse af obligationer og lån fra udenlandske banker, jf. figur 4.6.³

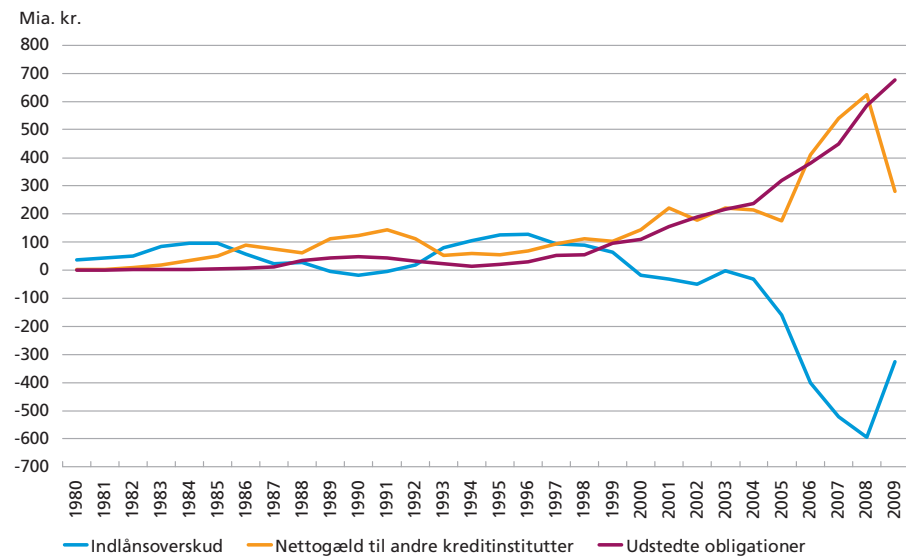
¹ Jf. Lars Risbjerg, Udviklingen inden for realkredit: Husholdningernes forbrug, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2006.

² Jf. boks 2 om "Institutionelle investorers køb af udenlandske værdipapirer" i Danmarks Nationalbank, Seneste økonomiske og monetære udvikling, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2006.

³ Jf. side 18-19 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2007.

PENGEINSTITUTTERNES INDLÅNSOVERSKUD, NETTOGÆLD TIL ANDRE KREDITINSTITUTTER OG OBLIGATIONSUDSTEDELSER 1980-2009

Figur 4.6



Kilde: Finanstilsynet.

Kortfristet finansiering på penge- og kapitalmarkederne er normalt mere følsomt over for ændringer i institutternes egen kreditværdighed end indlån. Afhængigheden af pengemarkedsfinansiering gjorde derfor bankerne sårbare over for ændringer i især udenlandske bankers evne og vilje til finansiering.

Liberaliseringen af grænseoverskridende porteføljeinvesteringer i løbet af 1970'erne og 1980'erne resulterede i en stigning i den aktivmængde, som blev forvaltet af investeringsforeninger. Det var dog først i anden halvdel af 1990'erne, at balancevæksten i investeringsforeningerne for alvor tog fart.¹ Væksten var delvis et udtryk for, at et lavt renteniveau tilskyndede opsparende til at søge alternative placeringsmuligheder i investeringsforeninger i forhold til indskud i pengeinstitutter. Hertil kom en global tendens i retning af international diversifikation af investorerne porteføljer.² Der var endvidere alt andet lige lavere transaktionsomkostninger ved investering i forening end ved direkte køb af værdipapirer, men investeringsforeningernes popularitet var formentlig ligeledes et resultat af en massiv markedsføringsindsats. Endelig afspejlede udviklingen, at institutionelle investorer i stigende grad fandt det

¹ Jf. Peter Hemme og Peder Schlegel, De danske investeringsforeninger, *Finans/Invest*, nr. 2, 1995; og Peter Hemme og Peter Wendt, De danske investeringsforeninger 1995-1999, *Finans/Invest*, nr. 2, 2000.

² I den akademiske litteratur blev det omtalt som en reduktion af investorernes "home bias".

bekvem (fx i forhold til regnskabsføring og markedsanalyse) at anvende investeringsforeninger som placeringsobjekt frem for selv at købe værdipapirer direkte – ikke mindst i lyset af et stadig mere differentieret udbud af værdipapirer.

De institutionelle investorer placerede deres midler i såvel danske som udenlandske aktiver med henblik på at opnå det bedst mulige afkast under hensyntagen til risikoen og de regler for institutionelle investorerers placeringer, der var fastsat i lovgivningen. Efter 2000 var der en tendens til, at udenlandske værdipapirer udgjorde en stadig stigende andel af de institutionelle investorerers formuer, hvilket måtte anses som en naturlig konsekvens af den store formuevækst.¹ Udviklingen indebar, at de danske institutionelle investorerers porteføljetransaktioner i stadig højere grad blev afgørende for de kortsigtede udsving i kronekursen, jf. kapitel 2.

Udviklingen i de finansielle institutioners balancer samt prisudviklingen for finansielle og reale aktiver i årene efter 1980 afspejlede sig i husholdningernes og virksomhedernes balancer.²

Husholdningernes pensionsformuer (opgjort til skønnet efter-skatværdi) steg fra omkring 25 pct. af den disponible indkomst i 1980 til 120 pct. i 2009, og der var ikke tegn på, at den stigende pensionsopsparing førte til en væsentlig reduktion i anden opsparing. Husholdningernes boliggyld steg betragtelig hurtigere end den disponible indkomst, men med opgangen i boligpriserne voksede boligformuerne ligeledes. I 2009 havde husholdningerne friværdier i et omfang svarende til omkring 120 pct. af den disponible indkomst, hvilket stort svarede til det gennemsnitlige niveau siden 1973.

Virksomhedernes gæld til penge- og realkreditinstitutter i ind- og udland steg fra omkring 90 pct. af den private sektors bruttoværditilvækst i 1980 til 195 pct. i 2009. Perioden efter 1990 var karakteriseret ved, at danske virksomheder i stigende grad baserede sig på kredit fra indenlandske penge- og realkreditinstitutter frem for låntagning i udenlandske kreditinstitutter. Det skulle ses i lyset af den væsentlige indsnævring af rentespændet mellem Danmark og udlandet (herunder Tyskland).

¹ Jf. boks 2 "Institutionelle investorerers køb af udenlandske værdipapirer" i Danmarks Nationalbank, Seneste økonomiske og monetære udvikling, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2006.

² Jf. Jan Overgaard Olesen og Erik Haller Pedersen, En opgørelse af boligformuen, Danmarks Nationalbank, *Working Paper*, nr. 37, maj 2006; Jan Overgaard Olesen, Household wealth in Denmark: stock-taking at a macro level, Danmarks Nationalbank, *Memoranda on economic and financial-market issues*, marts 2009; Boks 3 om "Husholdningernes formue og opsparing" i Danmarks Nationalbank, Seneste økonomiske og monetære udvikling, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2009; og Kim Abildgren, Credit Dynamics in Denmark since World War II, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 147, 2009.

UDVIKLINGSTENDENSER I BOLIGFINANSIERINGEN¹

Mulighederne inden for boligfinansiering ændrede sig markant efter 1990, jf. boks 4.1. Yderligere liberaliseringer af realkreditlovgivningen i begyndelsen af 1990'erne forbedrede mulighederne for belåning af friværdi i ejerboliger uanset formål, og fra midten af 1990'erne introducerede realkreditinstitutterne nye produkter i et stadigt hastigere tempo. Der var tale om en betydelig ændring i forhold til 1970'erne og 1980'erne, hvor realkreditfinansiering var underlagt detaljerede regler om lånegrænser og låneformål, og hvor ændringer i reglerne for realkreditbelåning blev anvendt som led i den generelle konjunkturpolitik. Skiftet i reguleringen af realkreditinstitutterne afspejlede sig endvidere i, at Finanstilsynet overtog Tilsynet med Realkreditinstitutter fra Boligstyrelsen i 1990.

Det generelle rentefald fra begyndelsen af 1990'erne gav sammen med periodevise udsving i renteniveauet en betydelig aktivitet blandt boligejere i form af aktiv gældspleje af deres realkreditlån, jf. figur 4.7. Frem til begyndelsen af 1990'erne havde der kun få gange i dansk pengehistorie været tale om konverteringer af realkreditlån i større omfang, jf. boks 4.2.

De rentetilpasningslån, der blev introduceret i 1996², forvandlede strukturen af realkreditinstitutternes udlån ganske markant i løbet af en kort årrække. Så sent som ved udgangen af 1999 tegnede fastforrentede lån sig stadig for over 80 pct. af realkreditinstitutternes udlånsmasse. Ved udgangen af 2009 var andelen faldet til omkring 30 pct. Modsat var rentetilpasningslånenes andel over samme tidsrum steget fra omkring 5 pct. til 65 pct. af udlånsmassen, jf. figur 4.8 og figur 3.6 side 103.

Efter 2000 kom der stadigt flere nye produkter til. I 2003 blev der i kraft af en lovændring mulighed for at slippe for at betale afdrag på realkreditlån i op til 10 år af lånets løbetid.³ Hertil kom, at bankerne begyndte at tilbyde variabelt forrentede lån med sikkerhed i boligen ("prioritetslån") til vilkår, der kunne konkurrere direkte med realkreditinstitutternes produkter.

Med det større udbud af produkter fik låntagerne flere muligheder for at sammensætte deres boligfinansiering. Der var derimod ikke tegn på øget priskonkurrence mellem realkreditinstitutterne. I visse tilfælde hævede realkreditinstitutterne endda bidragssatsen i forbindelse med

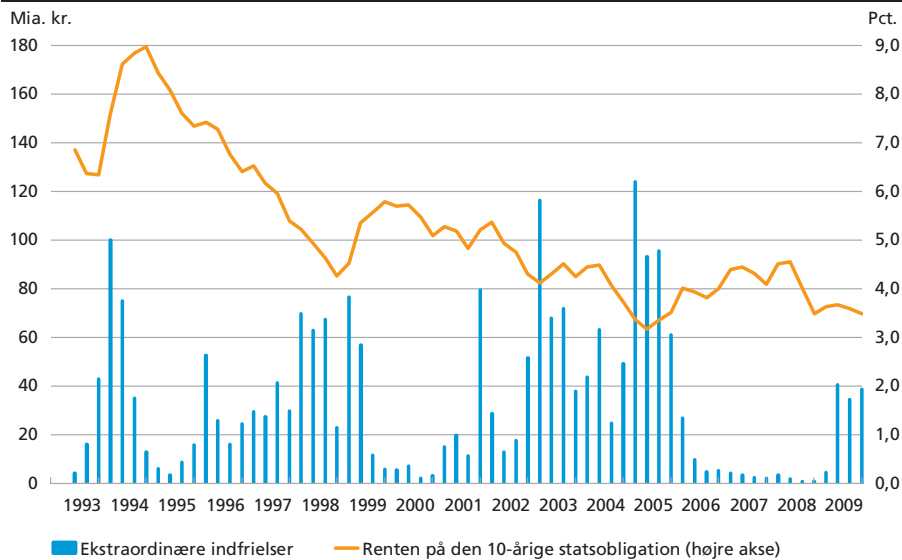
¹ Jf. Lars Risbjerg, Udviklingen inden for realkredit: Husholdningernes forbrug, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2006.

² Jf. Bjarne Graven-Larsen, Klaus Kristiansen og Stig Tørnes-Hansen, FlexlånTM – Fremtidens realkredit, *FinansInvest*, nr. 2, 1997; og Svend Jakobsen, FlexlånTM – RD's nye patentmedicin, *FinansInvest*, nr. 2, 1997.

³ Jf. Michael Møller og Niels Chr. Nielsen, Afdragsfrie lån, realkredit og det finansielle system, *FinansInvest*, nr. 1, 2009.

EKSTRAORDINÆRE INDFRIELSER AF REALKREDITLÅN OG 10-ÅRIG RENTE
1993-2009

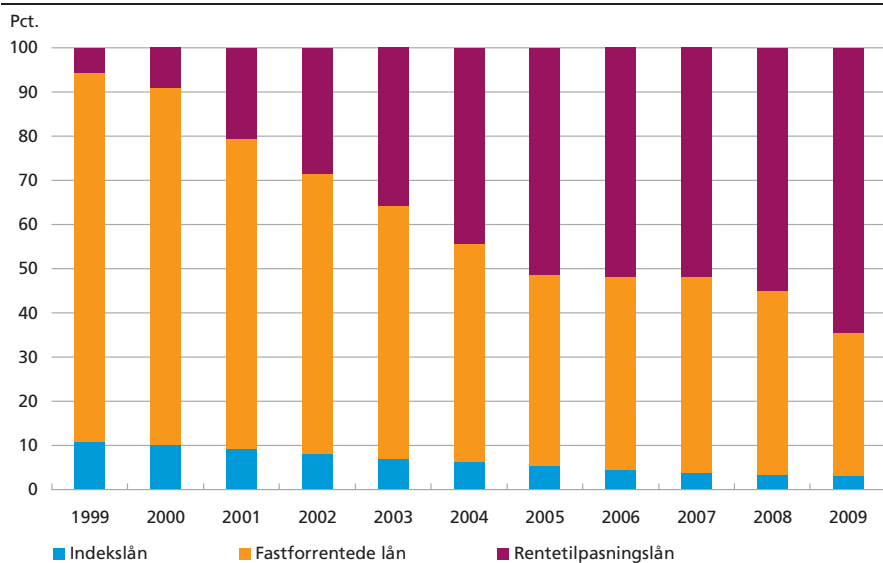
Figur 4.7



Anm.: Obligationsrenten er kvartalsgennemsnit.
Kilde: Københavns Fondsbørs.

REALKREDITINSTITUTTERNES INDENLANDSKE UDLÅN FORDELT PÅ
LÅNTYPE, ULTIMO 1999-2009

Figur 4.8



Kilde: Danmarks Nationalbank.

UDVIKLINGSTENDENSER I BOLIGFINANSIERINGEN EFTER 1990

Boks 4.1

1992

Ved en liberalisering af realkreditlovgivningen i maj 1992 blev mulighederne for at belåne ejerboliger uanset formål udvidet til 60 pct. af kontantværdien ved optagelse af 20-årige fastforrentede mix-lån (40 pct. serielån og 60 pct. annuitetslån). Hermed var en mangeårig tradition for formålsskrav reelt afsluttet.

I slutningen af året blev låneadgangen udvidet til 80 pct. af kontantværdien med op til 30-årige fastforrentede mix-lån med virkning fra januar 1993.

1993

I forbindelse med vedtagelsen af skattereformen i juni 1993 fik realkreditinstitutterne igen adgang til at yde 30-årige fastforrentede annuitetslån til ejerboliger. Siden "kartoffelkuren" i 1986 havde låntagningen fundet sted via mix-lån.

1996/97

Flere realkreditinstitutter lancerede rentetilpasningslån, som primært blev finansieret ved udstedelse af inkonverterbare fastforrentede stående obligationslån med forskellige løbetider. Navnlig blev lån med årlig rentetilpasning populære.

1998

Der blev introduceret realkreditlån baseret på udstedelse af realkreditobligationer denomineret i euro (indtil 1. januar 1999 i ecu).

1999

Der blev gennemført en finansieringsreform for det almennyttige byggeri, så der ved finansiering af støttet byggeri frit kunne vælges mellem låntagning baseret på udstedelse af traditionelle realkreditobligationer og låntagning finansieret ved indeksobligationer. Tidligere var det en forudsætning for at opnå offentlig støtte, at byggeriet blev finansieret med indeksobligationer.

DLR's eneret til at yde realkreditlån til landbrugsejendomme baseret på obligationsudstedelse i intervallet 45-70 pct. af ejendommens værdi blev ophævet.

2003

Realkreditinstitutterne fik i oktober 2003 mulighed for at udbyde realkreditlån med op til 10 års afdragsfrihed (opsat amortisation) til finansiering af ejerboliger og fritidshuse. Afdragsfriheden kunne tilknyttes såvel fastforrentede lån som rentetilpasningslån.

Flere pengeinstitutter introducerede i 2003 boliglån, der havde karakter af variabelt forrentede kassekreditter mod sikkerhed i fast ejendom.

2004

I efteråret 2004 lancerede realkreditinstitutterne et nyt realkreditprodukt, der bestod af et variabelt forrentet obligationslån med indbygget loft over, hvor meget renten kunne stige. Renteloftet var gældende i hele lånets løbetid, dvs. i op til 30 år, og beskyttede låntageren mod eventuelle rentestigninger ud over renteloftet.

Kilde: Jens Verner Andersen og Jacob Gyntelberg, Indeksobligationer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 1999; Lars Risbjerg, Udviklingen inden for realkredit: Husholdningernes forbrug, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2006; Ulrik Knudsen og Michael Sand, Udviklingstendenser på det danske obligationsmarked siden 1970, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2004; samt diverse udgaver af Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*.

KONVERTERINGER AF REALKREDITLÅN I DANSK PENGEHISTORIE

Boks 4.2

Det første danske realkreditinstitut, Kreditkassen for Husejere i København, blev oprettet i 1797. Baggrunden var det massive behov for boligfinansiering efter Københavns brand i 1795, hvor omkring en tredjedel af byens bygninger gik tabt. Med Lov om oprettelse af kreditforeninger og lånekasser for grundejere blev der i 1850 skabt grundlag for at etablere egentlige debitorstyrede kreditforeninger, og realkreditinstitutter spillede en vigtig kreditgivende rolle i dansk økonomi allerede i slutningen af det 19. og begyndelsen af det 20. århundrede.

Den første bølge af konverteringer af realkreditlån fandt sted i 1886-89. Perioden blev indledt med, at den danske stat udnyttede et internationalt rentefald til at konvertere en del af sin obligationsgæld. Derefter benyttede såvel kommuner som låntagere i kreditforeninger sig af muligheden for at konvertere og dermed opnå lavere renteudgifter.

De næste konverteringer fandt sted i 1894-97, hvor staten igen benyttede et rentefald til at omlægge sin gæld. Kreditforeningerne foretog ligeledes konvertering af en række obligationslån, men grundet utilstrækkelige reservefonde til at dække konverteringsomkostningerne fik rentenedsættelsen først virkning for låntagerne efter 1900.

Den tredje konverteringsbølge fandt sted under krisen i 1930'erne og blev understøttet af den rentenedsættelsespolitik, der blev indledt i 1932 via Nationalbankens diskontosættelser og opkøb af obligationer. Den øgede importefterspørgsel som følge af de lave renter lagde imidlertid de begrænsede valutareserver under pres, hvilket nødvendiggjorde en opstramning af pengepolitikken igen allerede i midten af 1930'erne. Da omfanget af realkreditlån i højtforrentede serier endvidere var begrænset, blev konverteringsomfanget i 1930'erne relativt beskedent.

Under 2. Verdenskrig gav pengereguleringen derimod basis for et rentefald, som gav et betydeligt omfang af konverteringer af realkreditlån i 1942-47.

Perioden 1948-82 var karakteriseret ved en gradvis og vedholdende stigning i renteniveauet, som ikke levede mulighed for konverteringer. Omlægningen af den økonomiske politik i første halvdel af 1980'erne med overgang til fastkurspolitik, genopretning af statsfinanserne og afskaffelse af dyrtidsreguleringen betød en kraftig reduktion i de lange renter frem til begyndelsen af 1990'erne. Der blev dog ikke gennemført konverteringer i større omfang. Det skyldtes, at mange af de højtforrentede lån, som var optaget i første del af 1980'erne, havde form af kontantlån finansieret med obligationer med en pålydende rente langt under markedsrenten. Konvertering af disse lån ville indebære en betydelig reduktion af de skattemæssigt fradragberettigede renter, mens kurstabet ved indfrielse af de bagvedliggende obligationer ikke kunne fradrages.

I 1993-94 kom der derimod gang i en omfattende konverteringsbølge. Når konverteringsomfanget blev så stort, skyldes det ud over rentefald også en række forudgående liberaliseringer af realkreditlovgivningen, jf. boks 4.1, og ændringer i skattelovgivningen. Med virkning fra 1. januar 1994 blev der således indført en tidsbegrænset mulighed for at bevare skattefradraget på kurstabet på tidligere optagne kontantlån finansieret med obligationer med en pålydende rente under markedsrenten, når lånet blev indfriet ved optagelse af et nyt lån. Dette muliggjorde omlægning af de kontantlån, der var blevet optaget i den første halvdel af 1980'erne.

FORTSAT

Boks 4.2

Fra midten af 1990'erne blev konverteringer af realkreditlån et fast tilbagevendende fænomen, hvilket må ses på baggrund af et faldende renteniveau og en aktiv markedsføring fra kreditinstitutternes side.

Kilde: Kim Abildgren, Monetary Trends and Business Cycles in Denmark 1875-2005 – New Evidence Using the Framework of Financial Accounts for Organising Historical Financial Statistics, Danmarks Nationalbank, *Working Paper*, nr. 43, november 2006; Kim Abildgren, Krisen i 1930'erne, *Økonomi & Politik*, vol. 82(3), 2009; Bjarne G. Sørensen, Konverteringsbølgen, *Samfundsøkonomen*, nr. 5, 1995; Svend Aage Hansen og Knud Erik Svendsen, *Dansk pengehistorie 1700-1914*, Danmarks Nationalbank, 1968; Erik Hoffmeyer og Erling Olsen, *Dansk pengehistorie 1914-1960*, Danmarks Nationalbank, 1968; samt Niels Lynggård Hansen og Erik Haller Pedersen, Årsager til opsvinget i 1993-94, hvor afgørende var finanspolitikken?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2003.

introduktionen af nye produkter.¹ Udviklingen medførte ligeledes et stadigt større behov for rådgivning af kunderne om konsekvenserne af renteændringer eller ændringer i deres betalingsevne i forbindelse med boligkøb og låneomlægninger.²

En afledt konsekvens af det større produktudbud – og øget konverteringsaktivitet – var, at mange af de nyeste generationer af realkreditobligationer ikke var kendetegnet ved den samme volumen og likviditet, som man tidligere havde kendt til.³ Obligationer med renteloft og afdragsfrihed var endvidere kendetegnet ved nye karakteristika, som investorerne skulle tage højde for i forbindelse med deres dispositioner i de nye produkter.⁴

Den strukturelle udvikling i boligfinansieringen i retning af mere variabelt forrentede lån indebar isoleret set, at husholdningernes disponible indkomster blev mere følsomme over for udsving i den korte rente.⁵ Den udstrakte brug af rentetilpasningslån styrkede derfor gennemslaget på realøkonomien fra Nationalbankens rentepolitik, som givet fastkurspolitikken normalt fulgte Den Tyske Forbundsbanks og senere ECB's rentepolitik. Det skyldtes, at flere husholdninger end tidligere fik ændret renteudgifterne på deres boliglån, når den pengepolitiske rente blev ændret, især hvis der var tale om lån knyttet op på kortere pengemarkedsrenter. Det gjaldt ikke mindst bankernes boliglån, som i visse tilfæl-

¹ Jf. side 24-25 i Lars Jul Hansen og Jesper Ulriksen Thuesen, Udviklingen inden for realkredit: Markedet og markedsdeltagerne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2006.

² Jf. Bodil Nyboe Andersens tale på Realkreditrådets årsmøde 29. april 2004 (optrykt på side 131-135 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2004).

³ Konverteringsaktiviteten betød fx, at en stor del af de 30-årige realkreditobligationer blev opkøbt i markedet eller ekstraordinært udtrukket inden udløb, jf. Ulrik Knudsen, Konverteringer af 30-årige realkreditobligationer gennem de sidste 10 år, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2003.

⁴ Jf. side 26-28 i Lars Jul Hansen og Jesper Ulriksen Thuesen, Udviklingen inden for realkredit: Markedet og markedsdeltagerne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2006.

⁵ Det må dog tages i betragtning, at boligejerne også før strukturændringerne kunne drage fordel af lavere renter via konverteringer af lange fastforrentede lån, og at forskellene mellem rentetilpasningslån og fastforrentede konverterbare lån blev mindre efter introduktionen af renteloft på variabelt forrentede boliglån, jf. Anders Møller Christensen og Kristian Kjeldsen, Rentetilpasningslån, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2002; og Lars Risbjerg, Udviklingen inden for realkredit: Husholdningernes forbrug, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2006.

de var knyttet direkte op på Nationalbankens indskudsbevisrente. Erfaringerne fra valutakriserne i begyndelsen af 1990'erne var endvidere, at kraftige forhøjelser af de pengepolitiske renter i forbindelse med et midlertidigt pres på kronen kunne smitte markant af på de kortere pengemarkedsrenter, fx 3- eller 6-måneders renten, mens effekten på fx 1- eller 2-årsrenten var væsentligt mindre, selv om en vis afsmitning ikke kunne undgås.¹

Nationalbanken fandt det grundlæggende positivt, at der skete produktudvikling i boligfinansieringen, men fandt dog også i forbindelse med introduktionen og udbredelsen af rentetilpasningslån behov for at erindre om, at man fortsat ville anvende rentepolitikken til at forsvare kronen, hvis det skulle blive nødvendigt. Det gjaldt også selv om en rentestigning ville komme på et uheldigt tidspunkt for boligejere, som stod over refinansiering af deres lån:

"Da vi tidligere i 90'erne måtte forhøje diskontoen og de øvrige korte renter, påvirkede det selvfølgelig kassekreditrenterne. Det gav da anledning til kommentarer om, hvorfor forsvaret mod valutauroen skulle ramme virksomheder og personer, der aldeles ikke havde spekuleret mod kronen. Men det var nu engang nødvendigt, og hvis det sker igen, vil jeg gerne allerede nu have sagt, at så lytter vi heller ikke til de boligejere, der eventuelt måtte få større renteudgifter – selv om de heller ikke har spekuleret mod kronen til den tid."²

Advarslen skulle dog vise sig at blive mindre relevant gennem en længere årrække, da den korte rente i en længere årrække forblev på et relativt lavt niveau, jf. figur 4.9.

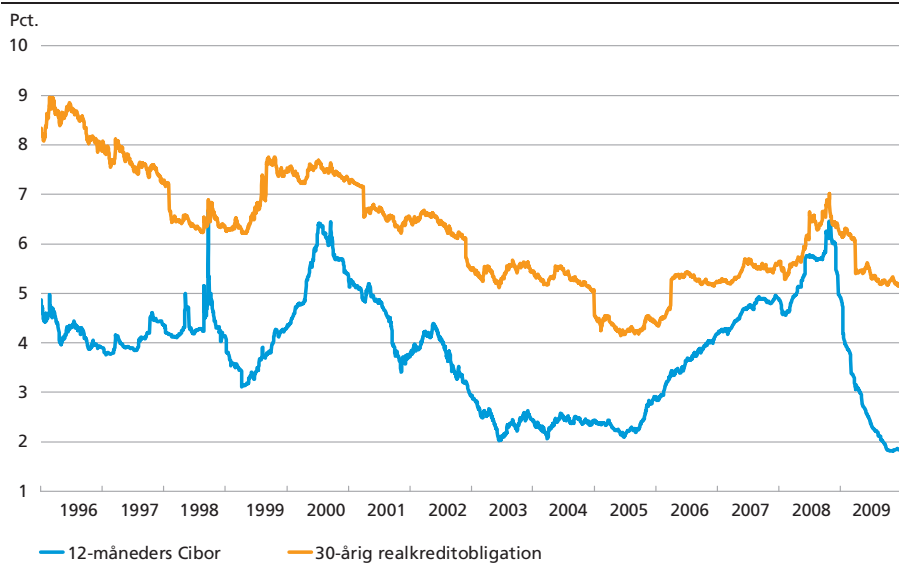
De danske huspriser steg næsten uafbrudt fra 1993 til 2007. Det er altid vanskeligt at udtale sig om reale "ligevægtspriser" på ejerboliger, da de kan påvirkes af strukturelle faktorer og dermed ændre sig over tid. Fx betød den generelle nedgang i inflationen fra første del af 1980'erne og til begyndelsen af 1990'erne, at præmien for inflationsrisiko i renten blev mindre. Det indebar alt andet lige højere reale ligevægtspriser. Hertil kom, at boligpriserne i begyndelsen af 1990'erne formentlig var undervurderede efter en forudgående periode på 7 år med lavkonjunk-

¹ Jf. side 84-85 i Danmarks Nationalbank, *Pengepolitik i Danmark*, 2. udgave, 2003.

² Citat fra nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens indlæg på Realkreditrådets årsmøde den 17. april 1997 (optrykt på side 54-55 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Maj 1997).

KORT OG LANG RENTE 1996-2009

Figur 4.9



Anm.: Daglige observationer.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

tur og fald i de nominelle huspriser. Analyser¹ peger på, at prisudviklingen fra midten af 1990'erne og frem til midten af 2000'erne især kunne henføres til en positiv udvikling i husholdningernes disponible indkomster, det lave renteniveau og fastfrysningen af ejendomsværdiskatterne i 2002. Desuden havde introduktionen af rentetilpasningslån i 1996 isoleret set en opadgående effekt på kontantpriserne, og introduktionen af afdragsfrie lån i 2003 bidrog til at drive boligpriserne yderligere op. Den fortsatte opgang i huspriserne efter 2005 var dog formentlig ligeledes delvis drevet af forventninger om fortsatte husprisstigninger.

I lighed med introduktionen af rentetilpasningslån så Nationalbanken introduktionen af afdragsfrie lån som en forbedring af forbrugernes valgmuligheder.² Fra Nationalbankens side lagde man dog vægt på, at muligheden for afdragsfrihed blev begrænset til en periode på maksimalt 10 år af lånets løbetid.³ Herved kunne det sikres, at det efter 10 år blev kontrolleret, at lånet lå inden for lånegrænserne, hvis afdragsfriheden skulle forlænges via lånefornyelse. Afdragsfrie lån indebar alt andet lige en højere gældsprocent set forhold til ejendomsværdien og dermed

¹ Jf. Erik Haller Pedersen, Udviklingen i kontantpriser på ejerboliger, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2004; boks 4 "Er store udsving i boligpriserne et problem?" i Danmarks Nationalbank, Seneste økonomiske og monetære udvikling, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2007; Erik Haller Pedersen og Søren Vester Sørensen, Konjunktur, aktivpriser og kreditgivning, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2009; samt Økonomi- og erhvervsministeriet, *Boligmarkedet og boligvejernes økonomi*, Økonomisk tema, nr. 9, april 2010.

² Jf. side 18 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2003.

³ Jf. Berlingske Tidende den 16. januar 2003.

øget kreditrisiko for realkreditinstitutterne og andre kreditorer. Afdragsfrie lån skærpede ligeledes kravene til god rådgivning, så låntager fik overblik over sin samlede økonomiske situation både aktuelt og i fremtiden.

Set i bagklogskabens lys blev afdragsfrie lån næppe indført på det rigtige tidspunkt. Tidligere årtiers liberaliseringer – fx af realkreditlovgivningen i 1992/93 – fandt ofte sted i perioder med svag vækst. Indførelsen af afdragsfrie lån i 2003 fandt derimod sted i begyndelsen af et kraftigt konjunkturopsving, men på et så tidligt tidspunkt, at opsvingets styrke endnu ikke var erkendt. Udbredelsen af variabelt forrentede boliglån og rentefaldet bidrog hertil.

Mens mange af de produktinnovationer, som realkreditsektoren lancerede i anden halvdel af 1990'erne og i 2000'erne vandt stor popularitet, bl.a. grundet massiv markedsføring, gik det ganske anderledes med en af 1980'ernes nyskabelser: indeksslån. Realkreditinstitutterne fik i april 1982 mulighed for at yde indeksslån på basis af udstedelse af indeksobligationer, hvor restgælden blev opskrevet med inflationstakten og dermed forrentet med en realrente.¹ Indeksslån og indeksobligationer kunne derfor give inflationssikring for både låntagere og investorer. Baggrunden for at introducere indeksobligationer var et ønske fra lovgivernes side om at reducere statens løbende udgifter til det støttede byggeri og samtidig nedsætte begyndelseshuslejen i det almenyttige byggeri. Der var desuden en forventning om, at finansieringsformen også ville blive udbredt blandt private låntagere.²

Indeksslån kom imidlertid aldrig til at udgøre nogen væsentlig andel af boligfinansieringen uden for det sociale boligbyggeri, jf. figur 4.8 side 121. Indeksslånene var blevet introduceret i en tid, hvor inflationen var omkring 10 pct. om året og obligationsrenterne på omkring 20 pct., men i det følgende tiår skete der et væsentligt fald i såvel inflation som de lange renter. I et lavinflationssamfund følte såvel låntagere som investorer mindre behov for inflationssikring. Hertil kom som en afgørende faktor, at indekstillægget – i modsætning til inflationskompensationsdelen af i nominelle renter – ikke var skattemæssig fradragsberettiget for private låntagere, og at den friholdelse for realrenteafgift/pensionsafkastskat for indeksobligationer, der var blevet indført i december 1982, blev ophævet for nyudstedelser i forbindelse med finansloven for 1999. Det reducerede efterspørgslen efter indeksobligationer fra real-

¹ Jf. "Redegørelse fra arbejdsgruppen vedr. indeksering af pengefordringer december 1974", betænkning nr. 732, 1975; Anders Ølgaard, Finansiering under inflation – indeksslån og andre løsningsmuligheder, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 113(1), 1975; Torsten Gersfelt, *Financial Indexation*, publiceret i International Savings Banks Institute (red.), *Indexation of Monetary Assets and Obligations*, 1976; og Stig Tørnes-Hansen, Indeksobligationer – status og tilbageblik, *FinansInvest*, nr. 3, 2002.

² Jf. Jens Verner Andersen og Jacob Gyntelberg, Indeksobligationer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 1999.

renteafgiftspligtige investorer. Fritagelsen for pensionsafkastskat for indeksobligationer udstedt før 1999 blev ophævet i januar 2008.

KONSOLIDERING AF LOVGIVNINGEN OM FINANSIELLE VIRKSOMHEDER

De finansielle koncerner, som forsikringsselskaberne oprettede i 1980'erne, var baseret på konstruktioner med holdingselskaber, der ikke umiddelbart var underlagt den finansielle lovgivning.¹

Der blev i 1990 gennemført en liberalisering af lovgivningen, som gjorde det muligt i videre omfang at drive anden form for finansiel virksomhed i datterselskabsform. Det betød bl.a., at pengeinstitutter og forsikringsselskaber fik adgang til at drive anden form for finansiel virksomhed i datterselskabsform, og realkreditinstitutterne fik i 1995 samme adgang.

Strukturudviklingen gennem 1990'erne understregede imidlertid et behov for at sikre ensartede konkurrencevilkår – såvel markeds- som lovgivningsmæssigt – for forskellige typer af finansielle institutter, der udøvede samme aktivitet. I takt med at de finansielle virksomheder indgik i mere komplicerede strukturer i form af finansielle koncerner, der gik på tværs af de traditionelle skillelinjer inden for den finansielle sektor, var det ligeledes vigtigt at sikre, at tilsynet med den finansielle virksomhed var uafhængigt af den konkrete selskabsmæssige opbygning. Dette blev afspejlet i dannelsen af et enhedstilsyn i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne.

I august 1997 nedsatte regeringen et udvalg om "Den finansielle sektor efter år 2000".² Formålet var at analysere og vurdere den teknologiske og markeds-mæssige udvikling i den finansielle sektor samt at indkredse de omstillingsbehov, som den finansielle sektor stod over for. Der var tale om et bredt sammensat udvalg med repræsentanter fra en række ministerier, Nationalbanken, erhvervs- og forbrugerorganisationer samt den finansielle sektor.

Udvalgets rapport blev offentliggjort i september 1999³. Udvalget fandt, at der især var behov for en offentlig indsats vedrørende fremtidsorientering af det finansielle tilsyn (herunder bedre tilsyn med finansielle koncerner), fjernelse af barrierer for strukturtilpasning og effektive kapitalmarkeder samt øget gennemsigtighed.⁴ I de efterfølgende år blev der gradvis gennemført en større omstrukturering af den finansielle lovgivning baseret på udvalgets anbefalinger.

¹ Jf. side 76-79 i Den finansielle sektor efter år 2000. Betænkning nr. 1376. Økonomiministeriet, 1999. Delrapport nr. 3: *Udviklingen i den finansielle sektor*; og Birgitte Bundgaard Madsen, Finansielle koncerner og konglomerater, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2006.

² Jf. side 56-57 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1999.

³ Jf. *Den finansielle sektor efter år 2000*. Betænkning nr. 1376. Økonomiministeriet, 1999.

⁴ Jf. side 57 i Danmarks Nationalbank. *Beretning og regnskab*, 1999.

I 2001 vedtog Folketinget en lov om finansiell virksomhed, der skulle være den nye fælleslov for pengeinstitutter, realkreditinstitutter, forsikringselskaber og fondsmæglerselskaber. Formålet med loven var primært at sikre, at ensartede finansielle produkter blev behandlet ens. Det skete ved, at ensartede regler og tilsynsmæssige bestemmelser fra bank- og sparekasseloven, lov om forsikringsvirksomhed, lov om fondsmæglerselskaber, realkreditloven og lov om firmapensionskasser blev samlet i den nye lov. Særlige karakteristika for de enkelte finansielle brancher blev i første omgang bevaret i de branchespecifikke love, men ved ændringer af lov om finansiell virksomhed i de efterfølgende år kunne en række love – herunder bank- og sparekasseloven, lov om forsikringsvirksomhed og lov om fondsmæglerselskaber – ophæves. Realkreditloven og lov om investeringsforeninger blev ligeledes ophævet, men blev dog opretholdt som såkaldte produktlove, således at produkterne realkreditobligationer og investeringsforeningsbeviser blev reguleret adskilt fra reguleringen af henholdsvis realkreditinstitutterne og investeringsforeningernes administrationselskaber. Endelig blev lovene om ATP og LD ændret for at harmonisere dele af disse love med loven om finansiell virksomhed.¹

Ved vedtagelsen af lov om finansiell virksomhed i 2001 blev det besluttet at oprette Det Finansielle Virksomhedsråd. Det Finansielle Virksomhedsråd havde det tidligere Forsikringsråd som forbillede, men skulle have en kompetence, som omfattede størstedelen af det finansielle område.² Det Finansielle Virksomhedsråd fik sekretariat i Finanstilsynet og fik til opgave at træffe afgørelser i tilsynssager af principiel karakter eller med betydelige konsekvenser for finansielle virksomheder, rådgive Finanstilsynet i forbindelse med udstedelse af regler samt bistå Finanstilsynet med dets informationsvirksomhed. Rådets medlemmer skulle udpeges af økonomi- og erhvervsministeren og skulle ud over formand og næstformand bestå af repræsentanter for brancheorganisationer, Forbrugerrådet og Nationalbanken.

INTERNATIONALISERING AF REGULERINGEN AF DEN FINANSIELLE SEKTOR

Danmarks tilslutning til EF-samarbejdet i 1973 blev starten på en proces, hvor de lovgivningsmæssige rammer for den finansielle sektor i stadig større grad blev harmoniseret med vilkårene i de øvrige europæiske

¹ Jf. side 142-143 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2001; side 144-145 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2002; side 149-152 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2003; side 148-149 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2004.

² Jf. side 54 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2001. I forbindelse med oprettelsen af Det Finansielle Virksomhedsråd blev Forsikringsrådet nedlagt.

lande. Formålet med harmoniseringen var at skabe et indre marked for finansielle tjenesteydelser og sikre fælles spilleregler og rammevilkår for den finansielle sektor.

Overordnet forløb udviklingen i tre faser. Den 1. fase blev indledt i 1970'erne, hvor friheden til at etablere sig på tværs af landegrænser blev sikret via EFs etableringsdirektiv fra 1973. Herved blev der åbnet for udenlandske bankers etablering i Danmark i form af datterselskaber eller filialer, ligesom danske pengeinstitutter tilsvarende fik adgang til at etablere sig i udlandet.¹

Den 2. fase i den finansielle integration tog fart i slutningen af 1980'erne via landenes implementering af en række centrale EF-direktiver. I 1988 blev der gennemført helt frie kapitalbevægelser til og fra Danmark i overensstemmelse med EF's 4. kapitalliberaliseringsdirektiv, og i slutningen af 1980'erne blev den danske finansielle lovgivning tilpasset indholdet i 2. bankharmoniseringsdirektiv, solvensdirektivet, egenkapitaldirektivet og årsregnskabsdirektivet.² EF-reglerne vedrørende kapitalkrav til pengeinstitutter afspejlede de regler, som der i en bredere kreds af lande var nået til enighed om i regi af Baselkomiteen, jf. senere. Endvidere blev der med en ændring af realkreditloven i 1989 fri adgang til etablering af nye realkreditinstitutter.³ I 1990'erne var det ikke mindst reguleringen af værdipapirmarkedene, der kom i fokus i EU-arbejdet, jf. nedenfor. Det centrale resultat af initiativerne i den 2. fase var, at de finansielle virksomheder i medlemslandene fik mulighed for at udøve grænseoverskridende virksomhed på baggrund af hjemlandstilsyn⁴ og fælleseuropæiske regelsæt.

En af erfaringerne fra den 2. fase var, at det var tidskrævende at sikre fremskridt i den finansielle integration via detaljerede direktiver. Først skulle nye direktiver fremsættes og vedtages på fællesskabsniveau gennem en omfattende procedure, som involverede Rådet, Kommissionen og Parlamentet. Herefter skulle direktivet implementeres i de nationale lovgivninger. Det samme gjaldt ændringer af eksisterende direktiver. Resultatet var en tendens til, at lovgivningen haltedede bagefter udviklingen i den finansielle sektor.⁵

¹ Jf. side 159 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

² Jf. side 299 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

³ Danmark havde ved vedtagelsen af EF's 1. bankharmoniseringsdirektiv i 1977 forpligtet sig til at ophæve det såkaldte behovsprøvelseskriterium inden udgangen af en 12-årig periode. Behovsprøvelseskriteriet gav boligministeren adgang til at afslå ansøgninger om oprettelse af nye realkreditinstitutter ud fra hensynet til markedets behov, jf. side 5-6 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Februar 1990.

⁴ Hjemlandstilsyn indebærer, at den primære opgave med at føre tilsyn med en finansiel virksomheds aktiviteter påhviler myndigheden i det land, hvor den finansielle virksomhed har fået sin tilladelse til at drive virksomhed.

⁵ Jf. Birgitte Bundgaard Madsen, EU's lovgivningsproces: Fra Direktivforslag til fælles anvendelse af EU-regler, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2007.

I den 3. fase af den reguleringsmæssige udvikling blev der fra 2001 med den såkaldte Lamfalussy-procedure sat fokus på at effektivisere lovgivningsprocessen i EU, så der blev lagt mere vægt på kun at vedtage rammedirektiver efter den fælles beslutningsprocedure mellem Rådet og Parlamentet. Bestemmelser af mere teknisk karakter skulle fastlægges af Kommissionen efter konsultation af medlemslandene i en række komiteer på embedsmandsniveau.¹

Den stigende finansielle integration mellem EU-landene fik betydning for såvel implementeringen af pengepolitikken som reguleringen af den finansielle sektor i Danmark. Kapitalens frie bevægelighed siden 1988 gjorde det mere klart, at den danske pengepolitik helt måtte underlægges hensynet til fastkurspolitikken og ikke levede muligheder for at forfølge indenlandske stabiliseringspolitiske målsætninger via rentepolitikken, jf. kapitel 3.

På tilsvarende vis kunne den danske finansielle sektor kun i begrænset omfang reguleres via afvigende nationale regler. Regelgrundlaget for den finansielle sektor blev med tiden overvejende et resultat af EU-lovgivning, der ofte igen afspejlede et bredere internationalt samarbejde, fx i Baselkomiteen². Det internationale samarbejde om reguleringen af den finansielle sektor var såvel ønskeligt som nødvendigt i en verden med frie kapitalbevægelser, hvor det var let at substituere mellem forskellige finansieringsformer på tværs af landegrænser.

KAPITALKRAV TIL OG REGNSKABSREGLER FOR PENGEINSTITUTTER

Ændringen i solvensreglerne gennem 1990'erne og 2000'erne betød reelt set, at kapitalkravene til pengeinstitutterne blev lempet.

Med virkning fra 1991 blev der indført nye kapitaldækningskrav til pengeinstitutterne opgjort efter fælles EF-retningslinjer om minimumskapitalkrav. EF-retningslinjerne opfyldte den minimumsstandard for egenkapitalkrav, som Baselkomiteen nåede til enighed om i 1988 (Basel I-reglerne).³ Det indebar, at de danske pengeinstitutters kapitaldækning fremover skulle måles i forhold til de risikovægtede aktiver frem for de samlede gælds- og garantiforpligtigelser. De nye kapitaldækningsregler indebar en væsentlig lempelse af det lovfastsatte kapitalkrav til institut-

¹ Jf. side 53-54 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2003.

² Baselkomiteen (Basel Committee on Banking Supervision) blev oprettet i 1974 med det formål at styrke det internationale finansielle systems stabilitet. Komiteen har sekretariat i Den Internationale Betalingsbank, BIS, og består af repræsentanter fra en række landes centralbanker og finanstillsyn.

³ Jf. side 46 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1989; og Federal Reserve Bank of New York (1988), *Financial Services at the Crossroads: Capital Regulation in the Twenty-First Century*, *Economic Policy Review*, Vol. 4(3), Oktober.

terne.¹ Indførelsen af de nye kapitalkrav skulle ske gradvis over en år-række. Den ansvarlige kapital skulle udgøre mindst 10 pct. af de risiko-vægtede aktiver i 1991 og 1992, 9 pct. i 1993 og 1994 og endelig 8 pct. fra 1995.²

De nye danske krav til pengeinstitutternes kapitaldækning var dog strammere end de minimumskrav, der blev stillet i EF-direktiverne. Solvenskravet for det enkelte pengeinstitut var gjort afhængigt af, om der blev medregnet ansvarlig indskudskapital ved opgørelsen af solvensprocenten. Den hidtidige danske form for ansvarlig indskudskapital kunne kun anvendes til dækning af tab i tilfælde af konkurs, og kunne således ikke nedskrives eller medvirke til tabsdækning, såfremt et kriserampt pengeinstitut blev ført videre ved en fusion eller ved anden form for ny kapitaltilførsel. Erfaringerne fra de danske pengeinstitutkriser i anden halvdel af 1980'erne var, at en rekonstruktion af et kriserampt pengeinstitut via en sammenlægning med et andet pengeinstitut ofte var forbundet med færre samfundsøkonomiske omkostninger end en konkurs, jf. kapitel 5. For de pengeinstitutter, der valgte at medregne ansvarlig indskudskapital i den hidtidige form, blev solvenskravet fra og med 1991 fastsat til 10 pct. og blev ikke gradvis nedsat til de ovenfor omtalte 8 pct.³

Fra 1991 begyndte pengeinstitutterne at optage nye former for ansvarlig fremmedkapital (supplerende kapital), der modsat den hidtil kendte ansvarlige indskudskapital kunne anvendes til tabsdækning, selv om instituttet ikke blev likvideret, og som derfor kunne kvalificere institutterne til at anvende af 8 pct. solvenskravet fra 1995.⁴ Den supplerende kapital kunne dog kun medregnes i solvensopgørelsen inden for visse rammer.

Med virkning fra 1996 blev kapitalkravene til pengeinstitutterne ændret, så de fremover blev solvensbelastet af markedsrisici (rente-, aktie- og valutakursrisici mv.) på handelsbeholdningen, herunder markedsrisici i forbindelse med afledte finansielle instrumenter (derivater)⁵. De ændrede regler skærpede kapitalkravene til pengeinstitutterne og førte i

¹ De risikovægtede aktiver var omkring 30 pct. mindre end balancen, jf. side 40 i Økonomiministeriet, *Den danske pengeinstitutsektor*, Schultz, 1994.

² Jf. side 35-40 i Økonomiministeriet, *Den danske pengeinstitutsektor*, Schultz, 1994.

³ Jf. side 51 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1990.

⁴ Jf. side 46 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1991. I 1991-93 optog pengeinstitutterne supplerende kapital for 25 mia. kr., jf. side 47 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993.

⁵ Dvs. fordringer med en værdi afhængig af udviklingen i værdien af et eller flere underliggende aktiver. Lovændringen implementerede EU's kapitaldækningsdirektiv om markedsrisiko fra 1993. EU-direktivet opfyldte det forslag til kapitalkrav for markedsrisiko ved afledte finansielle produkter, der blev nået til enighed om i 1993 i samarbejdet om Basel-standarderne, jf. side 57 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1994 og side 62 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1995.

gennemsnit til et fald i pengeinstitutternes solvens på omkring 1 procentpoint.

Igennem anden halvdel af 1990'erne og begyndelsen af 2000'erne blev det i flere lande muligt for pengeinstitutterne at udstede fremmedkapital, der i forhold til solvensopgørelsen udgjorde en hybrid mellem supplerende kapital ("Tier 2") og kernekapital ("Tier 1"), dvs. aktiekapital og reserver. Kapitalinstrumentet havde karakter af et gældsinstrument, som ikke generelt kunne anvendes til løbende tabsdækning, men som ved konkurs blev efterstillet al anden gæld (herunder også supplerende kapital). I 1998 udstedte Baselkomiteen overordnede retningslinjer for at anvende af denne kapitaltype ("Tier 1,5"). Med en lovændring i maj 2002 blev det også muligt at medregne disse kapitalinstrumenter i solvensopgørelsen for danske pengeinstitutter inden for visse nærmere fastsatte grænser i overensstemmelse med Baselkomiteens retningslinjer.¹

I 1999 sendte såvel Baselkomiteen som Europa-Kommissionen forslag til revision af kapitaldækningsreglerne i høring.² De nye Basel II-forslag – bygget omkring 3 søjler – tog i højere grad end det gældende regelsæt højde for den finansielle innovation, moderne risikostyringsteknikker og interne kontrolprocedurer samt mere generelt nye risikotyper, jf. boks 4.3. Andre risici end kredit- og markedsrisici, fx operationel risiko, indgik således ikke eksplicit i de eksisterende kapitalkrav. Hertil kom, at de eksisterende kreditrisikovægte var for grovmaskede.

Baselkomiteen offentliggjorde i juni 2004 de endelige Basel II-regler, og Ecofin-Rådet nåede til politisk enighed om at implementere reglerne i EU i december 2004.³ Selve implementeringen af Basel II-reglerne i Danmark fandt sted med virkning fra 1. januar 2007, dog med visse overgangsordninger. Hovedparten af de danske pengeinstitutter fik et reduceret kapitalkrav ved overgangen til Basel II som følge af lavere risikovægte for engagementer med detailkunder og små og mellemstore virksomheder.⁴

Overgangen til nye regnskabsprincipper i 2005 betød endvidere en reduktion i pengeinstitutternes polstring mod tab.⁵ Fra og med 2005 måtte

¹ Jf. Birgitte Bundgaard og Suzanne Hyldahl, Sammensætning af pengeinstitutternes kapital – nye lovkrav og muligheder, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2002.

² Jf. side 57-59 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1999.

³ Basel II-kapitalkravene er nærmere behandlet i Suzanne Hyldahl, Nye kapitaldækningsregler for bankerne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2001; Lisbeth Borup og Morten Lykke, Nye kapitaldækningsregler for kreditinstitutter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2003; samt Lisbeth Borup og Dorte Kurek, Direktivforslag om ny kapitaldækningsregler (Basel II), Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2005.

⁴ Jf. side 27 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2008; og side 26 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2. halvår 2008.

⁵ Jf. Danmarks Nationalbank, Effekter af nye regnskabs- og kapitaldækningsregler, *Finansiel stabilitet*, 2007; og Borka Babic, Kreditinstitutter og procyklicitet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2009.

DE TRE SØJLER I BASEL II-KAPITALDÆKNINGSREGLERNE

Boks 4.3

Søjle 1: Minimumskapitalkrav

Minimumskapitalkravet i søjle 1 skulle opgøres som summen af minimumskapitalkrav for operationelle risici, markedsrisici og kreditrisici. Det samlede minimumskapitalkrav skulle i lighed med reglerne i Basel I udgøre 8 pct. af de risikovægtede poster.

Eksplícitte kapitalkrav for operationelle risici var en nyskabelse i Basel II, mens der kun i begrænset omfang var ændret på reglerne for markedsrisiko. Derimod skulle reglerne for kreditrisici udbygges væsentligt. Institutterne kunne vælge mellem tre metoder til opgørelse af kapitalkravet for kreditrisiko med forskellig grad af kompleksitet: to interne ratingmetoder, hvor institutternes egen viden om kreditrisikoen kunne udnyttes, og en standardmetode.

Søjle 2: Tilsynsproces

Søjle 2 var baseret på, at institutterne løbende skulle foretage en vurdering af eget solvensbehov. Endvidere skulle tilsynsprocessen styrkes. Søjle 2 indeholdt således en række anbefalinger til tilsynsmyndighederne vedrørende overvågning af de finansielle institutter. Der var bl.a. forslag om anvendelse af differentierede kapitalkrav, der var højere end minimumskapitalkravet på 8 pct., ud fra den betragtning, at de forskellige institutter havde meget forskellige risikoprofiler. Tilsynsmyndighederne skulle tillige kunne gribe tidligere ind, og generelt skulle de overvåge institutternes interne procedurer til vurdering af deres risikoprofil og kapitalgrundlag.

Søjle 3: Markedsdisciplin

Søjle 3 om markedsdisciplin beskrev, hvorledes institutterne ved offentliggørelse af oplysninger om deres kapitalgrundlag mv. kunne medvirke til at skabe finansiell stabilitet og mere gennemsigtige markeder.

pengeinstitutterne ikke længere foretage hensættelser på udlån på baggrund af en sandsynliggjort risiko for tab efter et forsigtighedsprincip. I stedet skulle der foretages nedskrivning af udlån efter et neutralitetsprincip, hvor der forud for nedskrivningen skulle være indtruffet en objektiv indikation på en værdiforringelse. De nye regnskabsregler fra 2005 tillod ikke opbyggelse af "skjulte" reserver. Det reducerede stødpuderne og gav plads til øget krediteksponering.

RAMMERNE FOR VÆRDIPAPIRHANDEL**Børsreformen i 1995**

EF's ministerråd opnåede i 1992 enighed om et direktiv om investerings-service i forbindelse med værdipapirer.¹

Investerings servicedirektivet byggede ligesom de øvrige finansielle EF-direktiver på principperne om gensidig anerkendelse og hjemlandskon-

¹ Jf. side 51-52 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1992.

trol. Værdipapirhandlere skulle således kunne etablere en filial i andre medlemslande alene på basis af en autorisation i hjemlandet, ligesom værdipapirhandlere fra andre medlemslande skulle kunne handle direkte på en børs i et medlemsland uden at have etableret en filial i landet. Direktivet fastsatte endvidere, at kreditinstitutter skulle have direkte adgang til børser, dvs. at der ikke kunne kræves oprettelse af et særligt datterselskab. For at sikre gennemsigtighed blev der stillet visse minimumskrav til at indberette handler med værdipapirer og offentliggørelse af oplysninger vedrørende børshandlen.

InvesteringsserVICEDIREKTIVET skulle træde i kraft i medlemslandene senest 1. januar 1996. Det krævede en række fundamentale ændringer i den danske finansielle lovgivning og skabte behov for en ny dansk børsreform.

Som optakt til børsreformen gennemførtes i 1993 en ændring af loven om Københavns Fondsbørs, hvorefter danske penge- og realkreditinstitutter mv. fik adgang til at handle direkte på Københavns Fondsbørs, KF.¹ Som konsekvens blev mange af de tidligere pengeinstitutejede børsrådgivningselskaber nedlagt.

I juli 1993 nedsatte industriministeren et Børsudvalg, som skulle komme med forslag til en børsreform. Som resultat af udvalgets arbejde² blev KF's børsmonopol ophævet i 1996, og KF blev omdannet til et privat aktieselskab, jf. boks 4.4.³ Børsreformen åbnede ligeledes mulighed for, at såvel Værdipapircentralen som Garantifonden for Danske Optioner og Futures kunne omdannes til private aktieselskaber. Aktieselskabsformen var en velkendt juridisk enhed, som blev valgt ud fra hensyn om effektivitet og konkurrence, bedre muligheder for egenkapitalfinansiering samt muligheder for nationale og internationale alliancer og fusioner.⁴

Nationalbanken havde som handelsberettiget og som agent for Finansministeriet ved statens udstedelse af statsobligationer mulighed for at tegne aktier i KF. Med baggrund i børsmonopolets ophævelse og oprettelsen af Fondsrådet, der sikrede Nationalbanken fortsat indflydelse på reguleringen af værdipapirmarkedet, fravalgte Nationalbanken muligheden for at tegne aktier. Nationalbanken var derfor ikke repræsenteret i bestyrelsen for Københavns Fondsbørs A/S. Det spillede ligele-

¹ Jf. side 56 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993.

² Jf. *Børsreform II. Betænkning afgivet af Børsudvalget*. Betænkning nr. 1290. Erhvervsministeriet, 1995.

³ Jf. side 48-49 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1994; side 60-62 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1995; side 47-49 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1996; Nils Jul Clausen, *Børsreform II. Hovedpunkter i den fremtidige lovgivning*, *Finans/Invest*, nr. 4, 1995; og Nils Jul Clausen, *Børsreform II's lovpakke vedtaget*, *Finans/Invest*, nr. 1, 1996.

⁴ Jf. side 28-29 i *Børsreform II. Betænkning afgivet af Børsudvalget*. Bind 2, Betænkning nr. 1290. Erhvervsministeriet, 1995.

des ind på Nationalbankens beslutning, at man på daværende tidspunkt ikke kunne afvise, at børsreformen ville betyde etablering af flere konkurrerende børser i Danmark.

Garantifonden for Danske Optioner og Futures blev i begyndelsen af 1997 omdannet til et aktieselskab, FUTOP Clearingcentralen A/S med KF som enejer. I forlængelse af KF's fusion ind i OMX-koncernen i 2005, jf. nedenfor, blev clearing af danske futures og optioner overført til Stockholmsbörsen AB.

Værdipapircentralen, VP, blev med virkning fra 1. januar 2000 omdannet fra en privat selvejende institution til et aktieselskab. Omdannelsen indebar, at VP's eksisterende egenkapital blev indkapslet i et nyt selskab som en bunden fondsreserve. Aktionærene i det nye selskab bestod af de interessenter, som før omdannelsen var repræsenteret i VP's bestyrelse, og som samtidig repræsenterede VP's væsentligste kunder (pengeinstitutter, fondsmæglere, realkreditinstitutter, Nationalbanken, aktieudstedere og investorer).¹

Fondsrådet (jf. boks 4.4) fik i 2005 en ny sammensætning og ændrede opgaver i forbindelse med en ændring af værdipapirhandelsloven. Fondsrådets kompetenceområder blev delt i to områder:

- På det ene område skulle Fondsrådet herefter være en del af Finanstilsynet og træffe afgørelser i sager af principiel karakter eller af vidtgående betydning for aktørerne på værdipapirmarkedet. Endvidere skulle Fondsrådet rådgive Finanstilsynet vedrørende regeludstedelse. Fondsrådets hidtidige kompetence til regeludstedelse bortfaldt, og rådets generelle kompetence til at træffe afgørelser ville ikke længere omfatte rutinesager vedrørende god skik, men alene principielle sager, hvor Forbrugerombudsmanden ligeledes ville deltage i behandlingen.
- På det andet område blev Fondsrådet udpeget til at være overordnet selvstændig myndighed. Kontrol af finansiel information i års- og delårsregnskaber skulle varetages af Fondsrådet, mens finansiel information i andre dokumenter, fx prospekter, skulle kontrolleres af Finanstilsynet. Til Fondsrådets kontrol af finansiel information i års- og delårsrapporter skulle sekretariatet være delt mellem Finanstilsynet og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. For at sikre Fondsrådet de nødvendige reaktionsmuligheder til at håndhæve kontrollen med finansiel information i års- og delårsrapporter fik Fondsrådet adgang til at kunne give pålæg til virksomhederne. Fondsrådet fik endvidere mulighed for at suspendere og slette berørte værdipapirer.

¹ Jf. side 60-61 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000.

BØRSREFORM II 1995

Boks 4.4

I juli 1993 nedsatte industriministeren et Børsudvalg, som skulle komme med forslag til en børsreform. Udvalget blev sammensat af repræsentanter fra ministerier, Nationalbanken, værdipapirhandlere, investorer samt aktie- og obligationsudstedere.

Børsudvalgets arbejde skulle oprindeligt have været tilendebragt i midten af 1994, men fristen blev udsat på grund af en udvidelse af kommissoriet og navnlig vanskelighederne ved at nå frem til et kompromis. Børsudvalget afgav betænkning i foråret 1995, og Folketinget vedtog lovpakken om børsreformen i december 1995.

Hovedindholdet i reformen, der lå tæt op ad oplægget fra Børsudvalget, var følgende:

- Københavns Fondsbørs' børsmonopol blev ophævet, og Københavns Fondsbørs blev i foråret 1996 omdannet til et privat aktieselskab. Kredsen af ejere omfattede primært værdipapirhandlerne, men obligationsudstedere og de børsnoterede selskaber kunne ligeledes erhverve aktier. Ejerskabsstrukturen skabte grundlag for en mere kommerciel interesse i, at markedspladsen løbende blev tilpasset ændringer i markedsf forholdene og den internationale udvikling.
- Deltagerne på værdipapirmarkedet fik i højere grad selv ansvaret for den finansielle infrastruktur og markedsindretning. Et nyoprettet Fondsråd fik ansvaret for den overordnede regulering og tilsyn med værdipapirmarkedet, mens den mere markedsrelaterede regeludstedelse som udgangspunkt skulle finde sted hos markedsinstitutionerne (dvs. børser, værdipapircentraler mv.). Fondsrådets medlemmer skulle udpeges af økonomiministeren og skulle bestå af en uafhængig formand og næstformand og desuden have repræsentanter for handlere, investorer, udstedere og Nationalbanken. Fondsrådets sekretariatsfunktion skulle varetages af Finanstilsynet. Ansvaret for den løbende tilpasning af regler mv. påhvilede dermed markedsdeltagerne gennem deres repræsentation i såvel Fondsrådet som i markedsinstitutionernes styrende organer. Det betød, at det ikke i nær samme grad som tidligere ville være nødvendigt at afvente lovændringer, før der kunne iværksættes nye markedsforanstaltninger, hvad enten det drejede sig om nye finansielle instrumenter eller ændrede handelsformer.
- En større del af den finansielle sektor blev underlagt offentligt tilsyn. Fondsmæglerselskaber skulle således have tilladelse fra Finanstilsynet for at drive virksomhed. Fondsmæglerselskaber omfattede børsrådgivningselskaber, der havde været reguleret siden børsreformen i 1986, og en del af de tidligere uregulerede investeringsselskaber ("sidegadevekslerere"), som dermed for første gang blev underlagt tilsyn.
- Pengemarkedsrådgivere, der formidlede børsnoterede pengemarkedsinstrumenter, skulle fremover autoriseres af Finanstilsynet for at sikre overholdelse af lovens bestemmelser om redelighed og Fondsbørsens regler om indberetning mv. Autorisationen forudsatte, at virksomheden blev drevet i aktieselskabsform og havde et vist kapitalgrundlag. Andre pengemarkedsrådgivere var fortsat ikke forpligtede til at søge autorisation.
- Der blev åbnet mulighed for, at værdipapirmæglere ("interdealer brokers") kunne få adgang til at formidle professionel handel med værdipapirer uden for børserne.

Fondsrådet skulle fremover være sammensat af syv repræsentanter, der var uafhængige af den finansielle sektor, og syv medlemmer med erhvervsmæssig interesse på værdipapirmarkedet. Danmarks Nationalbank kunne som hidtil indstille et medlem.¹

Nordisk børssamarbejde og konsolidering

I juni 1997 påbegyndte KF og Stockholms Fondsbørs et formaliseret samarbejde, Nordic Exchanges - Norex, med det formål at etablere et fælles nordisk marked for værdipapirer.² Islands Fondsbørs og Oslo Børs tilsluttede sig Norex-alliancen i 2000.³ Samarbejdet resulterede bl.a. i en konsolidering af børsernes handelssystemer, så markedsdeltagerne undgik at skulle anvende særlige handelssystemer til hver børs. KF indførte i 1999 Norex Alliancens fælles handelssystem, Saxess, til handel med aktier, og i oktober 2000 blev obligationshandlen på KF ligeledes omfattet af systemet.⁴

OMX AB købte i 2005 KF. Købet resulterede i det nye svenske selskab OMX Group, der bl.a. ejede børserne i København, Stockholm, Helsinki, Tallin, Riga og Vilnius. I 2007 blev OMX overtaget af Nasdaq. KF – nu under navnet "Nasdaq OMX København" – var dog fortsat hjemmehørende i Danmark og underlagt dansk regulering og tilsyn.⁵

Værdipapircentralerne i Danmark, Sverige og Norge indledte i 1998 et samarbejde med henblik på at understøtte et tættere nordisk samarbejde på børsområdet og forberede sig til et fremtidigt bredere europæisk samarbejde. På længere sigt var det visionen at skabe et fælles nordisk clearing- og afviklingselskab (Scandinavian Securities Settlement System, S4). Samarbejdet omkring S4 blev imidlertid sat i bero i 1999.⁶

Overflytning af engroshandlen med danske statspapirer til MTS i 2003

I 1987 blev der indledt elektronisk handel med obligationer på Københavns Fondsbørs.⁷ Ti år senere var det dog stadig kun en tredjedel af omsætningen mellem obligationshandlerne, der foregik elektronisk. Resten af handlerne foregik via telefonmarkedet med efterfølgende indberetning til KF.⁸

¹ Jf. side 149-150 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2004.

² Jf. side 59-60 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998.

³ Jf. side 59 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000.

⁴ Jf. side 60 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000; samt Peter Belling og Ellen-Margrethe Soelberg, Nyt handelssystem for aktier noteret på Københavns Fondsbørs, *FinansInvest*, nr. 6, 1999.

⁵ Jf. side 74 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2006.

⁶ Jf. Jesper Berg og Mogens Kruse, Værdipapirafvikling i internationalt perspektiv, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2000.

⁷ Jf. side 338 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

⁸ Jf. side 49 i Danmarks Nationalbank, *Danish Government Securities*, 1998.

I 2002 var situationen ikke nævneværdigt ændret. Der var stadig kun en begrænset handel med danske statsobligationer via KF's elektroniske handelssystemer, hvis der sås bort fra de transaktioner, hvor Nationalbanken var part på vegne af staten. Handlen mellem de professionelle i engrosmarkedet for danske statsobligationer foregik således stadig alt-overvejende via telefonmarkedet. De professionelle værdipapirhandlernes prisstillelse over for hinanden ("market making") foregik ligeledes stadig primært pr. telefon.¹

Den stigende koncentration, som havde præget den danske finansielle sektor, gjorde det danske engrosmarked for statspapirer relativt følsomt over for yderligere koncentrationer. De 6 største markedsdeltagere aftog i 2001 omkring 95 pct. af den danske stats emissioner af statsobligationer og statsgældsbeviser, og antallet af market makere i Børsmæglerforeningens ordning var reduceret til 9 mod 19 i 1996.²

Statsgældsforvaltningen i Nationalbanken indledte sammen med markedsdeltagerne i 2002 et arbejde hen mod en mere effektiv handel og market making i danske statspapirer baseret på den elektroniske handelsplads for europæiske statspapirer, MTS³, der var det dominerende system for engroshandel med europæiske statsobligationer. Valget af MTS gjorde det muligt at tiltrække nye market makere til det danske statspapirmarked, da mange internationale banker i forvejen anvendte MTS og derfor uden ekstra systemomkostninger kunne melde sig som market makere i en dansk MTS-løsning.⁴

Handlen med danske statspapirer på MTS blev indledt i november 2003, mens danske realkreditobligationer fortsat blev handlet via SAX-ESS eller pr. telefon. I MTS blev danske statspapirer omsat i et særligt segment, MTS Denmark, hos det belgiske MTS-selskab, MTS Associated Markets.⁵ I forbindelse med introduktionen af danske statspapirer på MTS indgik en række danske og internationale banker en "primary dealer"-aftale med statsgældsforvaltningen i Nationalbanken. Med aftalen forpligtigede bankerne sig til løbende at stille elektronisk handlebare købs- og salgspriser i MTS inden for fastlagte spænd og beløb. I forbindelse med åbningen for handel med danske statspapirer på MTS ophørte Nationalbanken med at udstede statspapirer på vegne af staten via KF's handelssystemer og overgik til at foretage udstedelsen via MTS. Alle indenlandske statspapirer blev dog fortsat noteret på KF.

¹ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 2002, kapitel 9: Elektronisk handel og market making i danske statsobligationer.

² Jf. side 97 Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 2001.

³ Mercato dei Titoli di Stato, dvs. "marked for statsobligationer".

⁴ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 2002, kapitel 9: Elektronisk handel og market making i danske statsobligationer.

⁵ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 2003, kapitel 9: MTS Denmark og primary dealer-ordningen for danske statspapirer.

I december 2003 blev der endvidere etableret en prisstillerordning på detailmarkedet for danske statspapirer. En række banker indgik en aftale med statsgældsforvaltningen i Nationalbanken, hvorefter bankerne var forpligtede til løbende at stille bud- og udbudspriser på en elektronisk handelsplatform på KF. Ordningen gjorde det muligt både for medlemmer af KF's obligationsdelmarked og for private og mindre investorer selv at lægge ordrer ind og få udført handler i et elektronisk marked for danske statspapirer.

Etableringen af primary dealer-ordningen for danske statspapirer førte i årene derefter til en reduktion i koncentrationen af engrosmarkedet for danske statspapirer. I 2004-06 aftog de seks største primary dealere således omkring 70 pct. af emissionen af statsobligationer. De nye markedsdeltagere, der kom til i forbindelse med introduktionen af danske statspapirer på MTS, bidrog fra starten til en væsentlig del af den samlede omsætning. De første erfaringer efter introduktion af den nye markedsindretning for danske statspapirmarkeder i efteråret 2003 tydede ligeledes på, at markedet var blevet mere gennemsigtigt og likvidt.¹

PENSIONSSLESKABER OG GARANTIER

Overgangen til en konsekvent fastkurspolitik i 1982 og en gradvis forøgelse af fastkurspolitikens troværdighed reducerede devaluerings- og inflationsforventningerne i Danmark i løbet af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne. Det gav en markant indsnævring af det lange rentespænd til Tyskland. Da perioden samtidig var kendetegnet ved en global nedgang i inflationen, faldt de lange nominelle renter markant, fra over 20 pct. i begyndelsen af 1980'erne til 5 pct. eller derunder i årene efter 2000.

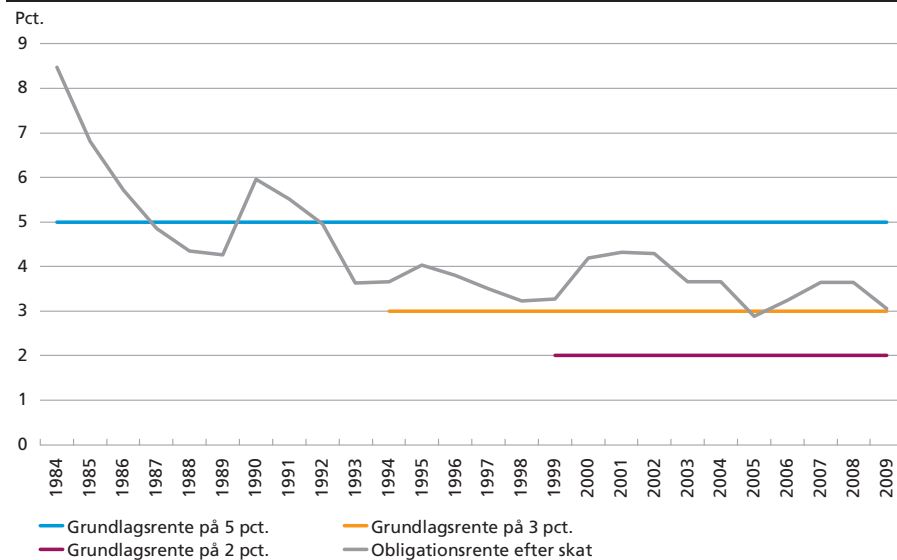
Rentefaldet gav på kort sigt pensionssektoren en kursgevinst, men satte på længere sigt sektoren under pres. For det første fordi selskaberne skulle geninvestere deres midler til et stadigt lavere renteniveau, hvilket reducerede det løbende afkast. Denne tendens blev forstærket med de hyppigere konverteringsbølger i 1990'erne, jf. figur 4.7 side 121. For det andet fordi pensionselskaberne tidligere havde givet nominelle ydelsesgarantier til pensionsopsparerne.

Fra 1982 og frem til midten af 1994 havde pensionselskaberne haft adgang til at garantere pensionsopsparerne en ydelse svarende til en gennemsnitlig minimumsforrentning efter skat på 5 pct. (eller 4,50-4,75 pct. efter fradrag af et typisk omkostnings- og sikkerhedstillæg på 0,25-

¹ Jf. Jens Verner Andersen og Per Plougmand Bærtelsen, Likviditet og gennemsigtighed i det danske statsobligationsmarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2004.

MAKSIMALE GRUNDLAGSRENTER OG 10-ÅRIG STATSobligATIONSRENTE
EFTER PENSIONSafkastskat/REALRENTEafGIFT 1984-2009

Figur 4.10



Anm.: Obligationsrenten er opgjort som årgennemsnit af 10-årig effektiv statsobligationsrente efter pensionsafkastskat/realrenteafgift.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Finanstilsynet og Skatteministeriet.

0,50 procentpoint).¹ Det var et løfte, der var let at opfylde ved 1980'ernes høje renteniveauer, men særdeles vanskeligt at imødekomme med de lavere renter i 1990'erne – ikke mindst fordi der ligeledes skulle betales realrenteafgift, jf. figur 4.10. Hertil kom, at realrenteafgiften med virkning fra 2000 blev afløst af en nominal pensionsafkastbeskatning. Det skete netop på et tidspunkt, hvor der med den givne rente- og prisudvikling var udsigt til en faldende realrenteafgiftssats.² Udviklingen tærede på pensionskassernes reserver og øgede presset på selskabernes kapital.

I 1994 nedsatte Finanstilsynet grundlagsrenten fra 5 pct. til 3 pct. Grundlagsrenten var den maksimale rente efter skat, som pensionselskaberne måtte anvende ved beregning af garanterede pensions- og forsikringsydelser. I 1999 blev grundlagsrenten yderligere nedsat til 2 pct. Der var dog tale om maksimale grundlagsrenter, og pensionselskaberne kunne frit have valgt at oprette pensionsordninger baseret på lavere ydelsesgarantier eller helt uden garantier.

Mange pensionsselskaber begyndte efter 2000 i stigende omfang at afdække renterisikoen helt eller delvist ved hjælp af finansielle instru-

¹ Jf. kapitel 2 i Finanstilsynet, *Rapport om fastsættelse af maksimal grundlagsrente*, 1997.

² Jf. Leif Lybecker Eskesen, Suzanne Hyldahl og Birgitte Søgaard Jensen, *Ændret pensionsbeskatning*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1998.

menter, og pensionsselskaberne blev i stadig højere grad afhængige af afkastet på øvrige investeringsaktiver for på sigt at kunne opfylde de afgivne garantier.¹

Flere pensionsselskaber blev hårdt ramt af faldene i aktiekurserne efter terrorangrebet på USA den 11. september 2001.² Regeringen tog derfor initiativ til en række lovændringer, som medvirkede til at lette presset på selskaberne.³ Presset mod pensionsselskaberne aftog desuden i en årrække efter 2002 som følge af nogle år med gode regnskabsresultater. Det lave renteniveau udgjorde dog fortsat en væsentlig genplaceringsrisiko for pensionsselskaberne, idet gamle 5 pct.-garantier stadig vejede tungt på en række pensionsselskabers passiver.⁴

¹ Jf. side 32 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2005.

² Jf. Heidi Plousgaard, Mie Stage og Steen Rosenbak, Aktietab: Krise i pensionsbranchen, *Jyllands-Posten*, 23. september 2001; Morten Crone, Kunder kommer til at betale for PFA-krise, *Berlingske Tidende*, 30. september 2001; Thomas Flensburg og Lars Ole Locke, Kurshop kan redde PFA-kunder, *Politiken*, 13. oktober 2001; samt André Lublin og Claes Kastholm Hansen, *Opgør – succes, svindel, krise i PFA*, Aschehoug, 2005.

³ Jf. side 56 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2001*.

⁴ I 2003 blev det skønnet, at omtrent to tredjedele af pensionsselskabernes forpligtelser var baseret på den høje grundlagsrente på 5 pct., jf. side 74 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2003.

APPENDIKS 4.A: OVERTAGELSER OG FUSIONER BLANDT PENGEINSTITUTTER 1980-2009

1980 (3 overtagelser/fusioner)

- Den Danske Provinsbank overtager Banken for Vejen og Omegn.
- Frederiksborg Bank overtager Universal Bank.
- Sparekassen Bikuben overtager Svstrup Sogns Spare- og Lånekasse.

1981 (10 overtagelser/fusioner)

- Brovst Sparekasse overtager Øland Sparekasse.
- Jyske Bank overtager Finansbanken.
- Privatbanken overtager Haslev Bank.
- Sparekassen Bikuben overtager Præstbro Sparekasse.
- Sparekassen Nordjylland overtager Sparekassen Midtvedsøssyl.
- Sparekassen Nordjylland overtager Øster Hurup Sparekasse.
- Sparekassen SDS overtager Ikast Sparekasse.
- Sparekassen SDS overtager Sparekassen i Raaby.
- Sparekassen SDS overtager Øster Egesborg sogn spare- og lånekasse.
- Sparekassen Sydjylland overtager Glejbjerg Sparekasse.

1982 (6 overtagelser/fusioner)

- Sparekassen Bikuben overtager Aggersborg Sparekasse.
- Sparekassen Bikuben overtager Lysgård Sogns Spare- og Lånekasse.
- Sparekassen Bikuben overtager Sparekassen Højby.
- Sparekassen Bikuben overtager Ølgod Sparekasse.
- Sparekassen SDS overtager Sparekassen Give.
- Tarm Bank overtager Aadum Sogns Sparekasse.

1983 (4 overtagelser/fusioner)

- Jyske Bank overtager Vendelbobanken.
- Nordvestbank overtager Harboøre Sogns Sparekasse.
- Sjællandske Bank overtager Frederiksborg Bank.
- Sydbank overtager Aarhus Bank.

1984 (5 overtagelser/fusioner)

- Amagerbanken overtager RB-Banken.
- Den Østjyske Egnssparekasse overtager Nr. Snede Ejstrup Sparekasse.
- Sparekassen Nordvestsjælland overtager Trundholm Sparekasse.
- Sparekassen Sydjylland overtager Sindbjerg Sogns Spare- og Laanekasse.
- Sydbank overtager Fynske Bank af 1872.

1985 (3 overtagelser/fusioner)

- Den Danske Bank af 1871 overtager Haderslev Creditbank Aktieselskab.
- Den Danske Provinsbank overtager Kronebanken.
- Sparekassen Lolland overtager Sparekassen Rødby.

1986 (4 overtagelser/fusioner)

- Sparekassen Bikuben overtager Serritslev og Sogns Spare- og Lånekasse.
- Sparekassen Nordjylland overtager Sparekassen Sæby.
- Sparekassen SDS overtager Ørum Sparekasse.
- Varde Bank overtager Henriques Bank Aktieselskab.

1987 (5 overtagelser/fusioner)

- DK-Sparekassen dannes ved en fusion af Horsens Sparekasse, Roskilde Sparekasse og Den Østjyske Egnssparekasse.
- Privatbanken overtager American Express Bank.
- Sparekassen Bikuben overtager Asnæs Sparekasse.
- Sparekassen Nordvestsjælland overtager Grevinge Sogns Sparekasse.
- Sydbank overtager 6'Juli Banken.

1988 (8 overtagelser/fusioner)

- Aktivbanken fusionerer med Aarhus Diskontobank.
- Amagerbanken fusionerer med Bendix Bank.
- Andelsbanken fusionerer med Hellerup Bank.
- Haandværker, Handels- og Landbrugsbanken fusionerer med Toksværd sogns Spare- og Lånekasse.
- Sparekassen Faaborg fusionerer med Håndværkersparekassen i Assens.
- Sparekassen Nordjylland fusionerer med Hjallerup og Omegns Sparekasse.
- Sparekassen Nordjylland fusionerer med Sparekassen Hadsund.
- Sparekassen Thy fusionerer med Hundborg Sparekasse.

1989 (11 overtagelser/fusioner)

- Bjergby Sparekasse fusionerer med Flade-Sdr. Dråby Sparekasse.
- Grindsted Sparekasse fusionerer med Bording Sparekasse.
- Interbank af 1985 fusionerer med Erik Møllers Eftf. Bankaktieselskab.
- Jyske Bank fusionerer med Holstebro Bank.
- Morsø Sparekasse fusionerer med Solbjerg-Sundby Sparekasse.
- Provinsbanken fusionerer med Handels- og Landbrugsbanken i Thisted.

- Sparekassen Bikuben fusionerer med DK-Sparekassen.
- Sparekassen Bikuben fusionerer med Sparekassen for Grevskabet Holsteinsborg og Omegn.
- Sparekassen Nordjylland fusionerer med Hirtshals Sparekasse.
- Sparekassen Nordvestsjælland fusionerer med Kirke-Helsingør Sparekasse.
- Sparekassen SDS fusionerer med Sparekassen Bornholm.

1990 (7 overtagelser/fusioner)

- Den Danske Bank dannes ved en fusion af Den Danske Bank af 1871, Kjøbenhavns Handelsbank og Provinsbanken.
- Sparekassen Bikuben fusionerer med Errindlev Sparekasse.
- Sparekassen Bikuben fusionerer med Frederiksberg Sparekasse.
- Sparekassen Bikuben fusionerer med Mou Sparekasse.
- Sparekassen Bikuben fusionerer med Sparekassen Højer.
- Sydbank fusionerer med Sparekassen Sønderjylland.
- Unibank dannes ved en fusion af Andelsbanken, Privatbanken og Sparekassen SDS.

1991 (6 overtagelser/fusioner)

- Aktivbanken fusionerer med Horsens Landbobank.
- Aktivbanken fusionerer med Sydfyns Diskontobank.
- Aktivbanken fusionerer med Topdanmark Bank.
- Sparekassen Bikuben fusionerer med Gjøøl Sparekasse.
- Sparekassen Bikuben fusionerer med Sparekassen Syddanmark.
- Varde Bank fusionerer med Esbjerg Bank.

1992 (6 overtagelser/fusioner)

- Amtssparekassen Fyn fusionerer med Langelands Bank.
- Fjerritslev Bank fusionerer med Han Herreders Sparekasse.
- Hafnia Erhvervsbank fusionerer med Hafnia Kapitalbank.
- Sparekassen Bikuben fusionerer med Hasle Bank.
- Sparekassen Kronjylland fusionerer med Sparekassen Fjends.
- Sparekassen Kronjylland fusionerer med Spentrup-Gassum Sparekasse.

1993 (4 overtagelser/fusioner)

- Andelskassen Egebjerg fusionerer med Krarup Andelskasse.
- Codan Bank fusionerer med Alliance Bank of Copenhagen.
- Folkesparekassen fusionerer med Ejstrupholm Andelskasse J.A.K.
- Sparekassen Nordjylland overtager Konkursboet Himmerlandsbanken.

1994 (7 overtagelser/fusioner)

- Andelskassen Varde J.A.K. fusionerer med Esbjerg Andelskasse.
- Asserballekov Andelskasse fusionerer med Sundeved Andelskasse.
- Djurslands Bank fusionerer med Nøddager Sparekasse.
- Frederiks og Omegns Andelskasse fusionerer med Haderup og Omegns Andelskasse.
- Føroya Banki fusionerer med Sjóvinnubankin.
- Slagelse Sparekasse fusionerer med Ørslev Sogns Spare- og Lånekasse.
- Thyholm Sparekasse fusionerer med Sønderbjerg-Odby Sparekasse.

1995 (4 overtagelser/fusioner)

- Alm. Brand Bank fusionerer med Alm. Brand Kreditbank.
- Morsø Sparekasse fusionerer med Vejerslev-Blidstrup Sparekasse.
- Onsild og Omegns Andelskasse fusionerer med Klejtrup Andelskasse.
- Sparekassen Himmerland fusionerer med Als Sparekasse.

1996 (4 overtagelser/fusioner)

- Bikuben GiroBank dannes ved en fusion af Sparekassen Bikuben og GiroBank.
- Landesbank Schleswig-Holstein Girozentrale overtager Westdeutsche Landesbank.
- Roskilde Bank fusionerer med Ringsted Sparekasse.
- Topdanmark Bank i likvidation og overtages af BG Bank.

1997 (6 overtagelser/fusioner)

- Borris Andelskasse fusionerer med Hanning-Sædding Andelskasse.
- Grønlandsbanken fusionerer med Nuna Bank.
- Kærup Andelskasse fusionerer med Janderup Andelskasse.
- Lån & Spar Bank fusionerer med Ingeniørernes Pensionsbank.
- Sparekassen Thy fusionerer med Harring-Stagstrup Sparekasse.
- Unibank fusionerer med Borum Sparekasse.

1998 (4 overtagelser/fusioner)

- Den Danske Bank fusionerer med Nordania Leasing Bank.
- Folkesparekassen fusionerer med Andelskassen Fyn J.A.K.
- Skælskør Bank fusionerer med Lundforlund og Gjerlev Sogns Spare- og Lånekasse.
- Slagelse Sparekasse fusionerer med Spare- og Laanekassen i Stillinge Sogn.

1999 (2 overtagelser/fusioner)

- Jerslev Sparekasse dannes ved en fusion mellem Hørby Sparekasse og Jerslev-Hellum Sparekasse.
- Slagelse Sparekasse fusionerer med Munkebjergby-Bromme Sparekasse.

2000 (3 overtagelser/fusioner)

- Den Danske Bank fusionerer med Danica Bank.
- Morsø Sparekasse overtager Ebdrup Andelskasse.
- Skælskør Bank overtager Marvede Sparekasse.

2001 (5 overtagelser/fusioner)

- Agerbæk-Glejbjerg Andelskasse dannes ved en fusion af Agerbæk Andelskasse og Glejbjerg Andelskasse.
- Danske Bank fusionerer med BG Bank.
- Oue-Rostrup-Arden Andelskasse dannes ved en fusion af Rostrup Andelskasse og Oue & Arden Andelskasse.
- Spar Nord Bank fusionerer med Aars Bank.
- Sparekassen Vendsyssel dannes ved en fusion af Vrå Sparekasse og Jelstrup-Lyngby Sparekasse.

2002 (6 overtagelser/fusioner)

- Andelskassen Midtjylland dannes ved en fusion af Bording Andelskasse og Vorgod Andelskasse.
- Nordjyske Bank dannes ved en fusion af Egnsbank Nord og Vendsyssel Bank.
- Ringkjøbing Landbobank fusionerer med Tarm Bank.
- Sparekassen Thy overtager Hassing-Villerslev Spare- og Laanekasse.
- Svenska Handelsbanken overtager Midtbank.
- Sydbank fusionerer med Egnsbank Fyn.

2003 (5 overtagelser/fusioner)

- Andelskassen Midtjylland fusionerer med Linde Andelskasse.
- J.A.K. Andelskassen Østervrå fusionerer med J.A.K. Andelskassen Hjørring.
- J.A.K. Andelskassen Østervrå fusionerer med J.A.K. Andelskassen Øst-vendsyssel.
- Sparekassen Løgumkloster fusionerer med Sparekassen Ravsted.
- Vestjysk Bank fusionerer med Nordvestbank.

2004 (2 overtagelser/fusioner)

- Ringkjøbing Landbobank fusionerer med Sdr. Lem Andelskasse.

- Bjergby-Flade Sparekasse fusionerer med Tødsø-Erslev Sparekasse og fortsætter under navnet Sparekassen Spar Mors.

2005 (14 overtagelser/fusioner)

- Sparekassen Limfjorden overtager Hvidbjerg-Ørum Sparekasse.
- Søby-Skader-Halling Spare- og Laanekasse overtager Hvilsager-Lime Sparekasse.
- Andelskassen Østjylland dannes ved en fusion af Hammershøj Andelskasse og Harridslev Andelskasse.
- Folkesparekassen fusionerer med Andelskassen J.A.K. Holstebro.
- Sparekassen Thy overtager Helligsø-Gettrup Sparekasse.
- Egvad Andelskasse fusionerer med Skjern Egnens Andelskasse under navnet Andelskassen Vestjylland.
- Sparekassen Vendsyssel overtager Hellevad-Ørum Sparekasse.
- Hammershøj og Omegns Andelskasse overtager Thorsager Andelskasse.
- Folkesparekassen overtager Århus Andelskasse.
- Sparekassen Østjylland overtager Spare- og Laanekassen i Vium Sogn.
- Andelskassen Sydvestjylland dannes ved en fusion mellem Agerbæk-Glejbjerg Andelskasse og Årre og Omegns Andelskasse.
- Nordea Bank Danmark fusionerer med Nordea Investment Management Bank.
- Thyholm Sparekasse fusionerer med Snedsted-Nørhå Sparekasse og fortsætter under navnet Sparekassen Limfjorden.
- Frøslev-Mollerup Sparekasse fusionerer med Dragstrup-Skallerup Sparekasse.

2006 (9 overtagelser/fusioner)

- Sparekassen Vestsalling fusionerer med Sparekassen Sundsøre.
- Morsø Sparekasse overtager Durup Sparekasse, Fuur Sparekasse og Roslev Sparekasse.
- Sparekassen Vendsyssel overtager Jerslev Sparekasse.
- Andelskassen Midtjylland overtager Andelskassen Vestjylland og fortsætter under navnet Andelskassen Midtvest.
- Spar Nord Bank overtager Sparekassen Midt Vest.
- Sparekassen i Skals overtager Almind Sparekasse.
- Skælskør Bank overtager Flakkebjerg og Omegns Sparekasse.
- Sparekassen Vendsyssel overtager Brovst Sparekasse.
- Sparekassen Østjylland fusionerer med Thiset Sparekasse.

2007 (11 overtagelser/fusioner)

- Sparekassen Kronjylland overtager Mørke Sparekasse.
- Eik Bank fusionerer med SkandiaBanken.

- Stadil Sparekasse fusionerer med Hover Sparekasse.
- Andelskassen J.A.K. Slagelse fusionerer med Morsø Andelskasse.
- Andelskassen Østhimmerland fusionerer med Onsild Andelskasse.
- Nykredit Bank fusionerer med Nykredit Portefølje Bank.
- Folkesparekassen overtager JAK Østfyns Andelskasse.
- Den Lille Sparekasse dannes ved en fusion mellem Gjerlev-Enslev Sparekasse og Galten Sparekasse.
- Sparekassen Kronjylland fusionerer med Astrup Tulstrup Hvilsted Sparekasse.
- Den Jyske Sparekasse fusionerer med Jelling Sparekasse.
- Andelskassen J.A.K. Slagelse overtager Eggeslevmagle Fælleskasse.

2008 (9 overtagelser/fusioner)

- Vestjysk Bank overtager Aktieselskabet Ringkjøbing Bank.
- Morsø Bank overtager Sparekassen Spar Mors.
- Sparekassen Vendsyssel overtager Ulsted Sparekasse.
- Frøslev-Møllerup Sparekasse overtager Sparekassen Nordmors.
- Vestjysk Bank overtager Bonusbanken.
- Sparekassen Himmerland overtager St. Brøndum Sparekasse.
- Sparekassen Sjælland fusionerer med Haarslev Sparekasse.
- Sydbank fusionerer med bankTrelleborg.
- Folkesparekassen fusionerer med JAK-Andelskasse Rødding.

2009 (7 overtagelser/fusioner)

- J.A.K. Slagelse, Andelskassen overtager J.A.K. Andelskassen Brendstrup.
- Lån & Spar Bank overtager Gudme Raaschou Bank.
- Andelskassen Varde fusionerer med Thorstrup Andelskasse.
- Andelskassen Himmerland fusionerer med Andelskassen Vesthimmerland.
- Handelsbanken - filial af Svenska Handelsbanken AB - overtager Lokalbanken i Nordsjælland.
- Sparekassen Hobro fusionerer med Den Lille Sparekasse.
- Den Jyske Sparekasse fusionerer med Sparekassen Løgumkloster.

Anm.: Registreringstidspunktet for en fusion/overtagelse afhænger af, om der anvendes annonceringstidspunktet, tidspunktet for tilsynsmyndighedernes godkendelse, tidspunktet for godkendelse af handlingen på de involverede pengeinstitutters generalforsamlinger eller tidspunktet for den faktiske gennemførelse af fusionen/overtagelsen. De i dette appendiks anførte årstal kan derfor afvige fra årstal nævnt i forbindelse med fusioner/overtagelser øvrige steder i de forskellige bind af Dansk pengehistorie. Såfremt en koncern indeholdende et pengeinstitut erhverver et andet pengeinstitut, og begge pengeinstitutter fortsætter hver deres virksomhed, er transaktionen ikke klassificeret som en overtagelse eller fusion i ovenstående liste.

Kilde: Finansrådet og Finanstilsynet.

APPENDIKS 4.B: UDVALGTE RAPPORTER OG OFFENTLIGE BETÆNKNINGER OM DEN FINANSIELLE SEKTOR SIDEN 1980

Etablering af en tilsynslovgivning for investeringsforeninger. Betænkning afgivet af det af handelsministeriet nedsatte udvalg vedrørende lovgivning om investeringsforeninger. Betænkning nr. 942, Handelsministeriet, 1981.

Gennemførelse af lov nr. 179 af 14. maj 1980 om en værdipapircentral. Industriministeriets arbejdsgruppe vedrørende Værdipapircentralen. Betænkning nr. 948, Industriministeriet, 1982.

Rapport om betalingskort. En undersøgelse af købe- og kreditkortsystemer og elektronisk betalingsformidling ved forbrugerkøb. Betænkning nr. 965, Industriministeriet, 1982.

Betænkning om bankiervirksomhed. Udvalget vedrørende gennemførelse af 1. bankdirektiv for bankiervirksomhed. Betænkning nr. 1009, Industriministeriet, 1984.

Lovgivning om andelskasser. Udvalget vedrørende gennemførelse af 1. bankdirektiv for andelskasser. Betænkning nr. 1002, Industriministeriet, 1984.

Brancheglidning i den finansielle sektor. Betænkning nr. 1108, Industriministeriet, 1987.

Revision af lov om tilsyn med pensionskasser. Betænkning nr. 1096, Industriministeriet, 1987.

Den fremtidige realkreditlovgivning. Redegørelse afgivet den 29.5.1987 af udvalget vedr. tilpasning af realkreditlovgivningen til EF's 1. samordningsdirektiv. Boligministeriet, 1987.

Betænkning om privatisering af statsanstalten for livsforsikring. Betænkning nr. 1189. Finansministeriet, Justitsministeriet og Kammeradvokaten, 1990.

Insider-handel. Betænkning afgivet af børsudvalget. Betænkning nr. 1216. Industriministeriet, 1991.

Fremtidens finansielle sektor. Finansverdenens nye spilleregler. Rapport afgivet af Industriministeriets arbejdsgruppe om finansielle institutters virksomhedsområde og anbringelse. Betænkning nr. 1232. Industriministeriet, 1992.

Den danske pengeinstitutsektor. Rapport fra Det Tværministerielle Kontaktudvalg vedr. Det Finansielle Marked. Økonomiministeriet, 1994.

Redning af pengeinstitutter siden 1984. Rapport fra Det Tværministerielle Kontaktudvalg vedr. Det Finansielle Marked. Økonomiministeriet, 1995.

Betænkning afgivet af det under Industriministeriet den 4. februar 1992 nedsatte udvalg vedrørende elektronisk betalingsformidling uden betalingskort. Betænkning nr. 1255. Industriministeriet, 1993.

Børsreform II. Betænkning afgivet af Børsudvalget. Betænkning nr. 1290. Erhvervsministeriet, 1995.

Demokrati og åbenhed om pensionsinstitutternes investeringsbeslutninger. Betænkning nr. 1306, Økonomiministeriet, 1995.

Håndtering af pengeinstitutkriser. Økonomiministeriet, 1997.

Den finansielle sektor efter år 2000. Betænkning nr. 1376. Økonomiministeriet, 1999.

Større valgfrihed i pensionsopsparingen. Økonomi- og Erhvervsministeriet, Beskæftigelsesministeriet, Finansministeriet og Skatteministeriet, 2003.

KAPITEL 5

Bankkriser 1984-95

BANKKRISERNE I 1980'ERNE OG BEGYNDELSEN AF 1990'ERNE

Efter mellemkrigstidens mange banksammenbrud var perioden fra afslutningen af 2. Verdenskrig og frem til begyndelsen af 1980'erne karakteriseret ved udpræget ro i den danske banksektor. I slutningen af 1984 kom landets syvendestørste bank, Kronebanken, i krise, og årene frem til midten af 1990'erne var præget af en række alvorlige kriser i den danske finansielle sektor. 102 pengeinstitutter ophørte i perioden 1985-95, heraf 52 som følge af vanskeligheder.¹ Der var primært tale om mindre eller mellemstore institutter. Situationen var derfor ikke så alvorlig som i 1920'erne, hvor landets fem største banker alle kom i problemer.²

Nationalbanken blev direkte inddraget i løsninger for seks pengeinstitutter i finansielle vanskeligheder, jf. appendiks 5.A. Det drejede sig om Kronebanken (1984-85), 6' Juli Banken (1987-88), C&G Banken (1987-88), Unibank (1992), Varde Bank (1992-93) og Himmerlandsbanken (1993). Ofte var andre bankers overtagelse af de kriseramte institutter en del af løsningen, og der blev ligeledes i flere tilfælde penge tilovers til aktionærerne. Nationalbanken ydede endvidere overgangsfinansiering i forbindelse med den færøske bankkrise i den første del af 1990'erne.

Bankkriserne medførte et par konkrete tiltag fra myndighedernes side. For det første var 6' Juli Bankens betalingsstandsning i 1987 anledningen til, at der blev indført en generel indskydergarantiordning i Danmark ved lov med ikrafttræden i februar 1988.³ Loven skulle give indskydere i

¹ Jf. side 64-67 i Eigil Mølgaard, *Vagthund og syndebug. Personlig beretning om finanskrisen i Danmark 1987-1995*, Børsens Forlag, 2003.

² Jf. Per H. Hansen, *Banking Crisis and Lenders of Last Resort: Denmark in the 1920s and the 1990s*, publiceret i Youssef Cassis, Gerald D. Feldman og Ulf Olsson (red.), *The Evolution of Financial Institutions and Markets in Twentieth-century Europe*, Scolar Press, 1995; og Per H. Hansen, *På glidebanen til den bitre ende. Dansk bankvæsen i krise 1920-1933*, Odense Universitets Forlag, 1996.

³ Jf. side 293-298 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993. Lovens vedtagelse skete desuden for at imødekomme EF-Kommissionens henstilling fra 1986 om indførelse af en indskydergarantiordning i de lande, der endnu ikke havde etableret en sådan ordning. Alle pengeinstitutter skulle bidrage til Indskydergarantifonden på basis af størrelsen af de indskud, som var omfattet af ordningen. Kun en del (oprindeligt 25 pct.) af pengeinstitutternes bidrag skulle indbetales til fonden, som placerede midlerne i likvide aktiver. Resten af bidragene havde form af en garanti. Indskydergarantifondens administration blev henlagt til Nationalbanken frem til april 2010, hvor administrationen blev overtaget af Finansiell Stabilitet A/S (Afviklingselskabet til sikring af finansiell stabilitet). Grænsen for Indskydergarantifondens dækning af almindelige indlån ved betalingsstandsning eller konkurs var oprindeligt på 250.000 kr. Den blev hævet til 300.000 kr. i 1995, 375.000 kr. (50.000 euro) i 2009 og 750.000 kr. (100.000 euro) i 2010. Visse særlige indlån dækkes fuldt ud.

pengeinstitutter en nærmere fastsat dækning for tab på indskud i tilfælde af, at et pengeinstitut gik konkurs.

For det andet var Nationalbankens tab i forbindelse med krisen i C&G Banken i 1987 en medvirkende årsag til, at der i den sidste del af 1980'erne blev indført krav om sikkerhedsstillelse for pengeinstitutternes overtræk fra dag til dag på deres foliokonti i Nationalbanken.¹

Endelig gav bankkriserne ved flere lejligheder anledning til debat om den institutionelle placering af det danske finanstilsyn.

KRISERNES SAMFUNDSØKONOMISKE BAGGRUND

En kraftig vækst i dansk økonomi og pengeinstitutternes udlån i midten af 1980'erne blev afløst af en usædvanlig lang periode med lav vækst og stigende ledighed. Omslaget førte til lave eller negative reale vækstrater i pengeinstitutternes udlån, jf. figur 5.1. Den svage konjunkturudvikling ramte enkelte sektorer – navnlig byggeriet og ejendomssektoren – særligt hårdt og resulterede i en årrække med store nedskrivninger i banksektoren, jf. figur 5.2.

I slutningen af 1980'erne og især starten af 1990'erne oplevede Norge, Sverige og Finland egentlige systemkriser, hvor væsentlige dele af banksektoren kom i vanskeligheder, herunder flere af de store landsdækkende banker. Det havde store konsekvenser for den øvrige del af samfundsøkonomien.² Vanskelighederne i banksektoren i de tre lande kom med et omsving i konjunkturerne efter en periode præget af høj kreditvækst og liberaliseringer af den finansielle sektor. Kriserne endte i første

¹ Jf. side 275 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993; og kapitel 3.

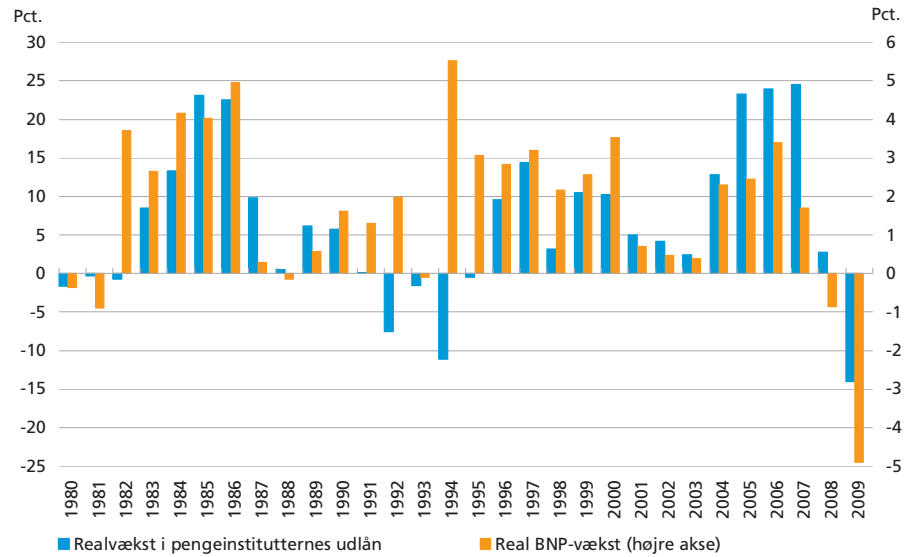
² For nærmere beskrivelse af årsagerne til og håndteringen af de systemiske kriser i de tre nordiske lande – herunder en sammenligning med Danmark – henvises til kapitel 5 og bilag 3 i Økonomiministeriet, *Den danske pengeinstitutsektor*, Schultz, 1994; Økonomiministeriet, *Redning af pengeinstitutter siden 1984*, Schultz, 1995; og Finn Østrup, *Finansielle Kriser*, Thomson, 2008. Den norske bankkrise er desuden behandlet i Norges Offentlige Udregninger, *Bankkrisen. Utredning fra et udvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 4. oktober 1991. Avgitt til Finans- og tolldepartementet 31. august 1992*, nr. 32, 1992. Nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersen deltog i udredningsarbejdet.

Bankkrisen i Sverige er bl.a. dækket af Stefan Ingves og Göran Lind, The management of the bank crisis – in retrospect, Sveriges Riksbank, *Quarterly Review*, nr. 1, 1996; Lars Heikensten, Financial Crisis – Experiences from Sweden, speech at a seminar arranged by the Swedish Embassy, Seoul, Korea, 15. juli 1998; Peter Englund, The Swedish Banking Crisis: Roots and consequences, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15(3), 1999; Lars Jonung og Thomas Hagberg, How costly was the crisis of the 1990s? A comparative analysis of the deepest crises in Finland and Sweden over the last 130 years, *European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs Economic Papers*, nr. 224, marts 2005; samt Pär Österholm, The Effect on the Swedish Real Economy of the Financial Crisis, *National Institute of Economic Research Working Paper*, nr. 110, 2010.

En perspektivering af de nordiske bankkriser i en større international og historisk kontekst er bl.a. at finde i Edward J. Frydl, The Length and Cost of Banking Crises. *IMF Working Paper*, nr. 99, marts 1999; Glenn Hoggarth, Ricardo Reis og Victoria Saporta, Cost of Banking System Instability: Some Empirical Evidence, *Journal of Banking and Finance*, vol. 26(2), 2002; Carmen. M. Reinhart og Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different*, Princeton University Press, 2009; samt Carmen. M. Reinhart og Vincent R. Reinhart, After the Fall, *NBER Working Paper*, nr. 16334, 2010.

REALVÆKST I BNP OG PENGEINSTITUTTERNES UDLÅN 1980-2009

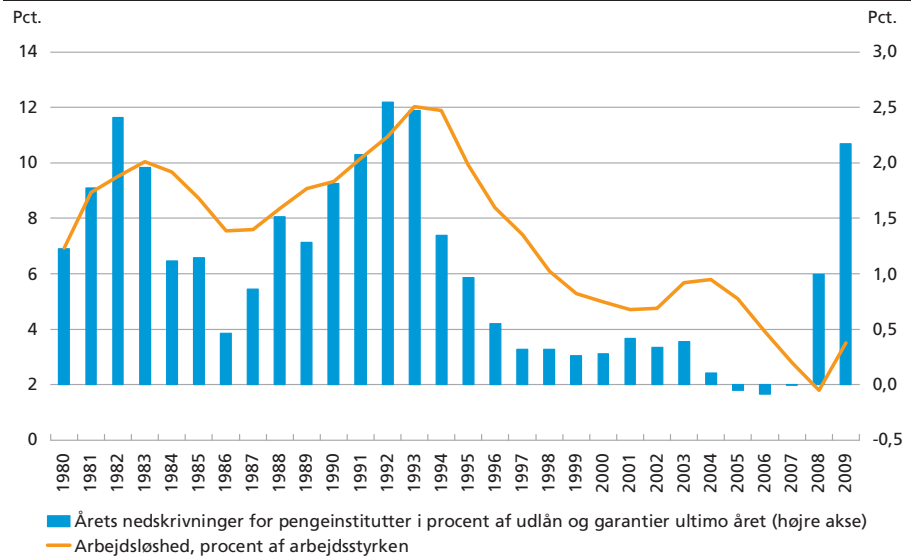
Figur 5.1



Anm.: Realvæksten i pengeinstitutternes udlån er baseret på deflatering med forbrugerprisindekset.
 Kilde: Danmarks Statistik og Finanstilsynet.

ÅRETS NEDSKRIVNINGSPROCENT FOR PENGEINSTITUTTER OG GENNEMSNITLIG ARBEJDSLØSHEDSPROCENT 1980-2009

Figur 5.2



Anm.: Fra og med 2005 blev nedskrivninger (tab og hensættelser) på udlån ikke længere foretaget på baggrund af en sandsynliggjort risiko for tab efter et forsigtighedsprincip. I stedet skulle der foretages nedskrivning af udlån efter et neutralitetsprincip, hvor der forud for nedskrivningen skulle være indtruffet en objektiv indikation på en værdiforringelse, jf. side 63-64 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2005. Negative tal for nedskrivninger er udtryk for, at tidligere foretagne nedskrivninger tilbageføres som indtægter.
 Kilde: Danmarks Statistik og Finanstilsynet.

AKKUMULERET PRODUKTIONSTAB VED BANKKRISERNE I NORGE, SVERIGE OG FINLAND I 1980'ERNE OG BEGYNDELSEN AF 1990'ERNE

Tabel 5.1

Pct. af BNP	Bruttoproduktionstab	Nettoproduktionstab
Norge	12,9	6,8
Sverige	12,5	3,8
Finland.....	28,8	10,0

Anm.: Beregningerne af produktionstab er baseret på to opgørelser af den trendmæssige udvikling i det reale BNP. Det ene opgørelse vedrører den faktiske trendmæssige udvikling i det reale BNP på langt sigt (den "faktiske BNP-trend"), mens den anden opgørelse vedrører den trendmæssige udvikling i det reale BNP under antagelse af, at bankkrisen slet ikke var indtruffet (den "kontrafaktiske BNP-trend"). Bruttoproduktionstab er beregnet som den kumulerede procentvise forskel mellem den kontrafaktiske BNP-trend og den faktiske BNP-trend i årene med bankkrise. Nettoproduktionstab er beregnet som bruttoproduktionstab fratrukket den kumulerede procentvise forskel mellem den faktiske BNP-trend og den kontrafaktiske BNP-trend i årene med højkonjunktur forud for bankkrisen.

Kilde: Side 139 i Christoph Schwierz, *Economic costs associated with the Nordic banking crisis*, kapitel 4 i Norges Bank, *Occasional Papers*, nr. 33, 2004.

omgang med at blive en betydelig økonomisk belastning for den offentlige sektor. Alene kapitaltilførsler og lån fra det offentlige i Sverige, Norge og Finland i årene 1991-94 blev i 1995 opgjort til henholdsvis 65 mia. svenske kroner, 25 mia. norske kroner og 44 mia. finske mark. Hertil kom betydelige beløb i form af garantistillelser.¹ En stor del af de oprindelige udlæg blev dog efterfølgende tjent ind igen, da en del af den offentlige støtte tog form af aktiekapital i de pågældende banker, som senere kunne afhændes.

For Danmark kunne statens og Nationalbankens oprindelige omkostninger i form af lån og udestående garantier mv. ved redning af danske pengeinstitutter (ekskl. færøske banker) gennem 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne på tilsvarende vis opgøres til omkring 5-6 mia. kr., jf. appendiks 5.A. Her kom en stor del af de oprindelige udlæg dog ligeledes tilbage igen i form af tilbagebetaling af udlånte beløb og dividende fra konkursboer.

Det er særdeles vanskeligt at skønne over de samfundsøkonomiske omkostninger ved bankkriser. En vurdering af produktionstab ved bankkriser kræver hypoteser om, hvorledes udviklingen i samfundsøkonomien ville have været, såfremt kriserne ikke var indtrådt. Der kan endvidere argumenteres for, at man ikke blot bør se på den lavere produktion, der kan blive resultatet af tilbageholdenhed med udlån i en kriseramt finansiel sektor (bruttoproduktionstab). Man kan argumentere for, at man ligeledes bør modregne den højere produktion, der blev skabt under en forudgående udlånseksponering, hvis denne var kimen til selve bankkrisen (nettoproduktionstab).

Tabel 5.1 viser en række beregninger af det samfundsmæssige produktionstab i forbindelse med bankkriserne i Norge, Sverige og Finland i

¹ Jf. side 86 i Økonomiministeriet, *Redning af pengeinstitutter siden 1984*, Schultz, 1995.

PENGEINSTITUTTERNES AKKUMULEREDE TAB I DE NORDISKE LANDE 1981-95		Tabel 5.2
Pct. af udlån	1981-95	1991-94
Danmark	23,1	10,8
Finland	23,1	15,0
Norge	19,4	9,2
Sverige	24,8	19,3

Anm.: Data for perioden 1981-95 vedrører tab, mens data for perioden 1991-94 vedrører tab og hensættelser.

Kilde: Side 79 i Finn Østrup, *Finansielle Kriser*, Thomson, 2008; og side 88 i Økonomiministeriet, *Redning af pengeinstitutter siden 1984*, Schultz, 1995.

1980'erne og begyndelsen af 1990'erne. Beregninger af denne art er behæftet med betydelig usikkerhed. Der kan dog ikke herske tvivl om, at bankkriserne i de tre lande havde mærkbare samfundsøkonomiske konsekvenser.

Størrelsen af pengeinstitutternes tab opgjort i forhold til udlånsmassen lå i Danmark i perioden 1981-95 som helhed stort set på niveau med situationen i de øvrige nordiske lande, jf. tabel 5.2. Til trods herfor er der næppe tvivl om, at Danmark slap betydeligt lettere gennem kriseårene end de øvrige nordiske lande. Det må tilskrives flere forskellige faktorer:

- I de øvrige nordiske lande var tabene i større udstrækning koncentreret om nogle ganske få år i begyndelsen af 1990'erne, især i Sverige og Finland. I Danmark var tabene derimod spredt over en noget længere periode.
- I Danmark var de alvorligste kriser som nævnt afgrænset til små og mellemstore banker i modsætning til de øvrige nordiske lande, hvor flere af hovedbankerne kom i alvorlige problemer. I Norge blev de tre største forretningsbanker således overtaget af staten, i Sverige blev der ydet offentlig støtte til to af de seks største banker, og i Finland gik hovedparten af den offentlige støtte til to store banker.¹
- Den danske pengeinstitutsektor havde en relativt høj soliditetsgrad, før krisen brød ud sammenlignet med de øvrige nordiske lande.² Det afspejlede, at der i Danmark historisk set havde været stillet skrappe krav til pengeinstitutternes egenkapital. I de fleste andre lande betød indførelsen af de nye kapitalkrav fra Baselkomiteen³ en skærpelse i forhold til de hidtidige kapitalkrav, da de trådte i kraft i begyndelsen af 1990'erne. I Danmark indebar overgangen til Basel-reglerne for kapitaldækning derimod en væsentlig lempelse af det lov-

¹ Jf. side 64-66 i Økonomiministeriet, *Den danske pengeinstitutsektor*, Schultz, 1994.

² Jf. side 76-77 i Økonomiministeriet, *Den danske pengeinstitutsektor*, Schultz, 1994.

³ Ansvarlig kapital på mindst 8 pct. af de risikovægtede aktiver. Baselkomiteen (Basel Committee on Banking Supervision) blev oprettet i 1974 med det formål at styrke det internationale finansielle systems stabilitet. Komiteen har sekretariat i Den Internationale Betalingsbank, BIS, og består af repræsentanter fra en række landes centralbanker og finansilsyn.

fastsatte kapitalkrav til pengeinstitutterne.¹ Det blev herved muligt for de danske pengeinstitutter at absorbere tab i en række år med dårlige regnskabsresultater.

- Der havde i Danmark været tradition for hensættelser på tabstruede arrangementer, som gav bankerne en polstring mod tab at tære på. Endvidere havde regnskabsreglerne været baseret på udgiftsførelse af såvel konstaterede tab som hensættelser (skøn over fremtidige tab). Herved blev tabene spredt over flere år. I Finland var driftsregnskaberne frem til 1990 kun baseret på udgiftsførelse af de faktiske tab. I Norge og Sverige var der krav om hensættelser til at imødegå forventede tab, men i Sverige var kravene til hensættelser blevet lempet, da bankkrisen satte ind. I Norge var kravet om hensættelser i praksis langt fra blevet fulgt, og her valgte man med virkning fra 1986-87 en gradvis opstramning af reglerne, hvilket faldt sammen med omslaget til lavkonjunktur.²
- Liberaliseringen af den finansielle sektor i Danmark havde gennem 1970'erne og 1980'erne været en gradvis proces, som havde givet sektoren den nødvendige tid til at forbedre deres risikostyringssystemer og indstille sig på de nye mere liberale markedsf forhold. I de øvrige nordiske lande blev dereguleringen gennemført senere og kom derved til at strække sig over en kortere tidsperiode.³
- Det kan endvidere have spillet en rolle, at det danske finanstilsyn i sin praksis havde lagt stor vægt på besøg i de enkelte pengeinstitutter med henblik på at gennemgå engagementer og forretningsgange. I de øvrige nordiske lande havde tilsynet kun i beskedent omfang været baseret på besøg i enkeltbanker og var mere koncentreret omkring kontrol af talmæssige oplysninger og formelle regler baseret på bankernes indberetninger.⁴
- Endelig bidrog det til robustheden af den danske banksektor, at seks af de største pengeinstitutter med varierende grad af soliditet blev sluttet sammen i to storbanker⁵ i 1990.

Til trods for ovenstående var der på den anden side heller ikke tvivl om, at krisen i den danske finansielle sektor i anden halvdel af 1980'erne og især i begyndelsen af 1990'erne var alvorlig. Hvis likviditetskrisen i lan-

¹ Jf. side 45 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1991. Se endvidere kapitel 4.

² Jf. side 48 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1992; og side 78-79 i Økonomiministeriet, *Den danske pengeinstitutsektor*, Schultz, 1994.

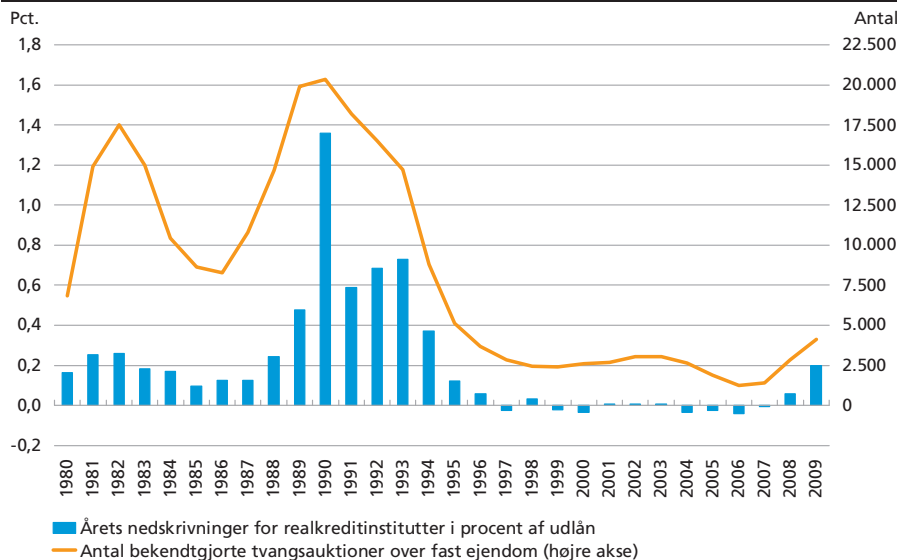
³ Jf. side 48 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1992; og side 73-75 i Økonomiministeriet, *Den danske pengeinstitutsektor*, Schultz, 1994.

⁴ Jf. side 77-78 i Økonomiministeriet, *Den danske pengeinstitutsektor*, Schultz, 1994.

⁵ Den Danske Bank, Handelsbanken og Provinsbanken fusionerede og blev videreført som Den Danske Bank, mens Sparekassen SDS, Privatbanken og Andelsbanken blev sammenlagt til Unibank, jf. kapitel 4.

ÅRETS NEDSKRIVNINGSPROCENT FOR REALKREDITINSTITUTTER OG ANTALLET AF TVANGSAUKTIONER OVER FAST EJENDOM 1980-2009

Figur 5.3



Anm.: I 1990 blev principperne for nedskrivninger (tab og hensættelser) omlagt, så der fremover skulle foretages hensættelser for sandsynlige tab og ikke bare for sikre tab. En del af hensættelserne i 1990 vedrører derfor principielt set tidligere år. Negative tal for nedskrivninger er udtryk for, at tidligere foretagne nedskrivninger tilbageføres som indtægter.

Kilde: Danmarks Statistik og Finanstilsynet.

dets næststørste bank, Unibank, i 1992 havde udviklet sig i en uheldig retning, kunne det have haft ganske alvorlige følger for stabiliteten af den danske finansielle sektor og samfundsøkonomien mere generelt. Det gjaldt ikke mindst i lyset af, at Danmark i samme periode blev kastet ud i en omfattende valutakrise, jf. kapitel 1.

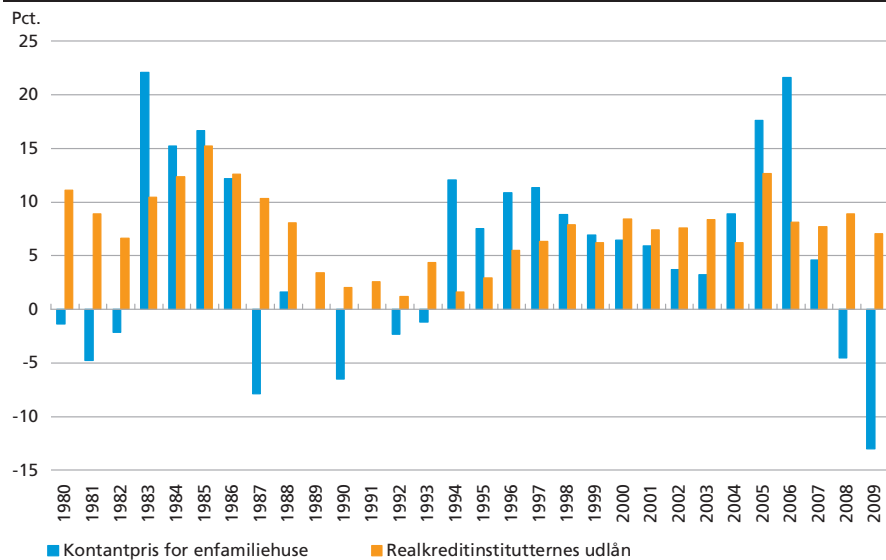
I en sammenligning af krisens omfang i Danmark i forhold til de øvrige nordiske lande må man ligeledes tage hensyn til forskellene i de institutionelle forhold omkring boligfinansiering. I Finland og Norge spillede boligfinansieringsinstitutter en mindre rolle end banker, og de svenske boligfinansieringsinstitutter havde forholdsvis beskedne tab.¹ I Danmark oplevede realkreditinstitutterne derimod nogle år med betydelige tab og hensættelser fra slutningen af 1980'erne, jf. figur 5.3. Når tabene blev særligt store, havde det bl.a. baggrund i den generelle konjunktursituation, hvor den lave vækst, begrænsningen af rentefradragsretten²

¹ Jf. side 73 i Finn Østrup, *Finansielle Kriser*, Thomson, 2008.

² Via skattereformen med virkning fra 1987, jf. Kristian Kjeldsen og Erik Haller Pedersen, Kapitalafkastbeskatningens betydning for kapitalmarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2002.

VÆKST I REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN OG KONTANTPRISEN FOR ENFAMILIEHUSE 1980-2009

Figur 5.4



Kilde: Danmarks Statistik og Finanstilsynet.

og opstramningen af reglerne for boligfinansiering¹ havde ført til et fald i ejendomspriserne og overkapacitet af erhvervsjendomme, jf. figur 5.4. Realkreditinstitutternes afskrivninger blev særligt store i 1990, hvor principperne for hensættelser blev omlagt, så der fremover skulle foretages hensættelser for sandsynlige tab og ikke bare for sikre tab.

Endelig hører det med til billedet af alvoren af den danske krise, at de på daværende tidspunkt to største danske forsikringselskaber, Baltica og Hafnia, led store tab i begyndelsen af 1990'erne og ophørte som selvstændige virksomheder. Tabene var ikke et resultat af kerneaktiviteterne (forsikring). For begge selskaber var lånefinansierede strategiske investeringer derimod en væsentlig årsag til krisen. Baltica var endvidere ramt af afmatningen på ejendomsmarkedet, idet koncernen havde investeret i og ydet lån til konjunkturfølsomme anlægsaktiver finansieret ved kortfristede lån.²

OPFØLGNING PÅ BANKKRISERNE

Regeringen besluttede i forbindelse med vedtagelsen af statsgarantien for lånet fra Nationalbanken til Varde Bank i december 1993, at der

¹ Via "kartoffelkuren" fra 1986, der bl.a. indførte krav om mix-lån (40 pct. serielån og 60 pct. annuitetslån) til finansiering af ejerboliger. Det øgede afdragsmomentet og startydelsen sammenlignet med rene annuitetslån, jf. side 301 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

² Jf. side 83 i Økonomiministeriet, *Økonomiministeriet i 50 år*, Schultz, 1997.

skulle udarbejdes en redegørelse for situationen i banksektoren og forventningerne til de kommende års udvikling. Redegørelsen blev udarbejdet af Det Tværministerielle Kontaktudvalg vedrørende Det Finansielle Marked.¹

Nationalbanken lagde i forbindelse med redegørelsen vægt på, at de seneste års problemer i stor udstrækning måtte ses i lys af den langvarige lavkonjunktur, at problemer i enkeltinstitutter aldrig helt kunne undgås, at konkurs fortsat principielt set skulle være en løsningsmulighed for et pengeinstitut i krise, at det offentlige i nogle tilfælde ikke ville kunne undgå at skulle tage stilling til løsning af et pengeinstituts problemer, og at det offentliges engagement i en sådan situation måtte begrænses mest muligt.²

Det var endvidere Nationalbankens opfattelse, at der ikke på forhånd kunne opstilles generelle løsningsmodeller til håndtering af krise i et pengeinstitut. En række forskellige hensyn måtte indgå i vurderingen af, hvordan en krise i et pengeinstitut skulle håndteres. Resultatet af overvejelserne ville falde forskelligt ud afhængigt af situationen i det enkelte pengeinstitut og forholdene i sektoren mere generelt på det pågældende tidspunkt. Konsekvenserne af en krise i et stort landsdækkende institut i en periode, hvor sektoren havde problemer, ville være langt alvorligere end en isoleret krise i en specialbank.³

Under normale forhold på pengemarkedet var det vanskeligt at forestille sig, at solvente banker ikke skulle være i stand til at låne på pengemarkedet, hvis instituttet var villig til at betale markedsrenten for lån med den relevante kreditrisiko. Men selvfølgelig kunne der opstå situationer, hvor et solvent pengeinstitut grundet asymmetriske informationsforhold havde vanskeligt ved at finansiere sig i markedet. Erfaringerne fra Varde Bank var imidlertid også, at det i praksis ofte var vanskeligt at sondre mellem illikviditet og insolvens. Nationalbanken var derfor ligesom andre centralbanker yderst restriktiv med at stille likviditetsgarantier for pengeinstitutter, hvor der var den mindste tvivl om solvensen.⁴

I efteråret 1994 anmodede regeringen Det Tværministerielle kontaktudvalg vedrørende Det Finansielle Marked om at udarbejde en rapport om de samfundsøkonomiske konsekvenser af kriserne i pengeinstitutsektoren siden 1984.⁵ Rapporten blev offentliggjort i juni 1995. Udvalget konkluderede, at i de tilfælde, hvor staten og Nationalbanken havde

¹ Jf. Økonomiministeriet, *Den danske pengeinstitutsektor*, Schultz, 1994.

² Jf. side 9 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, November 1994.

³ Jf. side 12 i Danmarks Nationalbank, Rapport om den danske pengeinstitutsektor, *Kvartalsoversigt*, November 1994.

⁴ Jf. side 14 i Danmarks Nationalbank, Rapport om den danske pengeinstitutsektor, *Kvartalsoversigt*, November 1994.

⁵ Jf. Økonomiministeriet, *Redning af pengeinstitutter siden 1984*, Schultz, 1995.

deltaget i pengeinstitutredninger i perioden, havde de samfundsmæssige værdier, der blev reddet, stået i rimeligt forhold til de samlede offentlige omkostninger.¹

Udvalget søgte endvidere at identificere, om der var karakteristiske træk ved udviklingen i regnskaberne for de institutter, der måtte ophøre i perioden 1984-93. Konklusionen var, at det ikke var muligt ud fra de enkelte nøgletal, nøgletallene under ét eller en gruppe af nøgletal med sikkerhed at vurdere, om et institut var på vej ud i alvorlige problemer. Mange fortsættende institutter havde været karakteriseret ved samme nøgletalsværdier som de ophørte institutter. Det var dermed ikke muligt at identificere en gruppe af nøgletal, som kunne udpege kritiske pengeinstitutter.² Det kunne dog konstateres, at:

"De institutter, der ophørte under højkonjunkturen i midten af 1980'erne, var karakteriseret ved en meget stærk udlånsvækst og et kort forløb inden krisen, hvilket kunne tyde på, at udlånsvæksten til dels skete på bekostning af kreditkvaliteten."³

Udvalget kunne endvidere konstatere, at:

"Alle de ophørte pengeinstitutter havde blanke revisionspåtegninger i det sidste regnskab."⁴

og at:

"Ledelsessvigt har kendetegnet de fleste ophørte pengeinstitutter."⁵

INDSKYDERGARANTIFONDEN OG REDNING AF DANSKE PENGEINSTITUTTER

I forbindelse med løsningen for Himmerlandsbanken i 1993 aftalte regeringen og Finansrådet at søge at give Indskydergarantifonden mulighed for fremover at kunne bidrage finansielt til en ordnet afvikling af nødlidende pengeinstitutter.⁶

¹ Jf. side 11 i Økonomiministeriet, *Redning af pengeinstitutter siden 1984*, Schultz, 1995.

² Jf. side 49 i Økonomiministeriet, *Redning af pengeinstitutter siden 1984*, Schultz, 1995.

³ Citat fra side 49-50 i Økonomiministeriet, *Redning af pengeinstitutter siden 1984*, Schultz, 1995.

⁴ Citat fra side 9 i Økonomiministeriet, *Redning af pengeinstitutter siden 1984*, Schultz, 1995.

⁵ Citat fra side 8 i Økonomiministeriet, *Redning af pengeinstitutter siden 1984*, Schultz, 1995.

⁶ Jf. side 13 i Danmarks Nationalbank, Rapport om den danske pengeinstitutsektor, *Kvartalsoversigt*, November 1994.

Aftalen førte til en ændring af loven om Indskydergarantifonden med virkning fra 1994.¹ Herved fik Indskydergarantifonden mulighed for at bidrage finansielt til en løsning, hvor hele eller dele af et pengeinstituts aktiviteter blev overdraget til et andet institut, såfremt en sådan løsning indebar lavere omkostninger for Indskydergarantifonden end dækning af indskyderne i tilfælde af konkurs. Beslutning om Indskydergarantifondens eventuelle deltagelse i sådanne løsninger skulle træffes af fondens bestyrelse på basis af oplysninger fra Finanstilsynet.

I forbindelse med vanskelighederne i Lindknud-Hovborg Andelskasse i juni 1994 vurderede Indskydergarantifondens bestyrelse, at betingelserne for fondens aktive deltagelse ikke var opfyldt. Det skyldtes, at den finansielle belastning af fonden ved en løsningsmodel, hvor andelskassen blev overtaget af Brørup Sparekasse, ville overstige fondens skønnede tab på en konkurs.² Lindknud-Hovborg Andelskasse kunne derfor ikke fortsætte som selvstændigt pengeinstitut og blev erklæret konkurs i slutningen af juni 1994.

I midten af 1990'erne rejste Europa-Kommissionen tvivl om Indskydergarantifondens mulighed for at bidrage finansielt til at afvikle et nødlidende pengeinstitut.³ Baggrunden var, at Europa-Kommissionen fandt ordningen i strid med statsstøttereglerne, idet der var tale om lovpligtige bidrag fra pengeinstitutterne til fonden. Indskydergarantifondens mulighed for at bidrage finansielt til en afvikling af et nødlidende pengeinstitut blev taget ud af lov om en indskydergarantifond i juni 2007.⁴

SPØRGSMÅLET OM PLACERING AF TILSYNET MED FINANSIELLE VIRKSOMHEDER

Tilsynet med Banker og Sparekasser var oprindeligt blevet etableret i 1963 ved en sammenlægning af Banktilsynet og Sparekassetilsynet⁵. Historisk havde tilsynet med pengeinstitutter i Danmark altid været placeret uden for centralbankens regi.

Nationalbankens involvering i bankredninger i midten af 1980'erne, og de tab, som Nationalbanken led i forbindelse hermed, gav anledning til overvejelser om, hvorvidt det var mest rationelt at få Tilsynet med banker lagt ind under Nationalbanken.⁶ Ved Den Danske Bankforenings

¹ Jf. side 53-54 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993.

² Jf. Indskydergarantifonden, *Beretning og regnskab*, 1994.

³ Jf. side 4-5 i Indskydergarantifonden, *Beretning og regnskab*, 1996.

⁴ Samtidig blev der dog indført mulighed for etablering af frivillige private beredskaber. Finansrådet stiftede på baggrund heraf foreningen "Det Private Beredskab til Afvikling af Nødlidende Banker, Sparekasser og Andelskasser" i juni 2007, jf. side 112 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2007; og side 76 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2008.

⁵ Jf. side 15 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

⁶ Jf. side 276 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

årsmøde i december 1987 fremsatte nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer således følgende udtalelser:

"Det er en kendt sag, at i de fleste andre lande sorterer Banktilsynet under centralbanken ud fra det enkle ræsonnement, at når centralbanken skal yde likviditetsstøtte, så må den også have indseende med, hvorledes tilsynet med pengeinstitutterne udformes."¹

Der blev dog ikke ændret ved Tilsynets placering uden for Nationalbankens ressort, og i 1988 blev Finanstilsynet dannet som en selvstændig enhed under Industriministeriet ved at sammenlægge Tilsynet med Banker og Sparekasser og Forsikringstilsynet. Sammenlægningen skulle først og fremmest ses ud fra rationaliseringshensyn snarere end et ønske om at skabe et enhedstilsyn.

I 1989 dukkede spørgsmålet om Finanstilsynets placering op igen efter præsentationen af regeringens plan for afbureaukratisering af den offentlige sektor. Tanker om at flytte tilsynet til Nationalbanken vakte stærk modstand hos Assurandør-Societetet, hvis direktør Steen Leth Jeppesen i januar 1989 udtalte følgende til Berlingske Tidende:

"Jeg synes, at det er problematisk, hvis Finanstilsynet flyttes over i Nationalbanken. ... Jeg er klar over, at der i første omgang alene er tale om tilsynet, men i længden tror jeg ikke, at det er holdbart, hvis selve lovgivningen på området bliver hængende tilbage i Industriministeriet."²

Finanstilsynet forblev som en selvstændig enhed under Industriministeriet (senere Erhvervsministeriet), og i januar 1990 overtog Finanstilsynet endvidere Tilsynet med Realkreditinstitutter fra Boligstyrelsen.

I februar 1996 blev der på ny rejst debat om Finanstilsynets placering, da et flertal uden om regeringen rejste en diskussion om at flytte tilsynet fra Erhvervsministeriet til et andet ministerium eller Nationalbanken. Sagen blev rejst, efter at der var fremsat kritik af Finanstilsynet i forbindelse med betalingsstandsningen i forsikringssekskabet Hafnia i sommeren 1992.³ Finanstilsynets resurse-mæssige situation spillede ligeledes en rolle i debatten.

Fra Nationalbankens side anså man det for unaturligt at overtage et enhedstilsyn, der ikke kun havde ansvaret for tilsynet med penge- og

¹ Citat fra Danmarks Nationalbank, Uddrag af nationalbankdirektør Erik Hoffmeyers indlæg på Den Danske Bankforenings årsmøde onsdag den 2. december 1987, *Kvartalsoversigt*, Februar 1988.

² Citat fra artiklen "Finanstilsynet i politisk klemme" i *Berlingske Tidende* den 12. januar 1989.

³ Jf. artiklen "Politisk flertal vil flytte Finanstilsynet" i *Berlingske Tidende* den 26. februar 1996.

reakreditinstitutter, men ligeledes varetog forsikringstilsynet. Forsikringsselskaber lå langt fra den kreds af institutter, som Nationalbanken havde berøring med i forbindelse med implementeringen af pengepolitikken. Endvidere var den europæiske tendens på området gået i retning af at etablere uafhængige finanstilsyn uden for centralbankens regi. Det var ligeledes i forbindelse med arbejdet med Maastricht-traktaten blevet fastlagt, at Den Europæiske Centralbank, der skulle stå for udførelsen af den fælles pengepolitik i den 3. fase af Den Europæiske og Monetære Union, ikke skulle have udøvende tilsynsfunktioner, men alene have rådgivende funktioner i forbindelse med tilsynet med finansielle institutioner.¹ I udtalelser til Børsen afviste nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersen derfor forslaget om at flytte tilsynet til Nationalbanken:

"I sidste ende kan der opstå en interessekonflikt mellem Nationalbanken og Finanstilsynet, og derfor er det u hensigtsmæssigt, at de to instanser hører sammen. ... Nationalbanken er bankernes bank og er ansvarlig for rentepolitik samt penge- og valutapolitik. Jeg ser det som et problem, hvis vi på samme tid skal være tilsynsførende med pengeinstitutterne."²

Ved udgangen af 1996 blev Finanstilsynet overflyttet som en selvstændig enhed under Økonomiministeriets ressort. I 2001 fusionerede Økonomiministeriet med Erhvervsministeriet, hvorefter Finanstilsynet hørte under økonomi- og erhvervsministerens ressort.³

¹ Jf. side 18 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1991. Maastricht-traktaten indeholdt dog en bestemmelse, ifølge hvilken det hedder: "Rådet ... kan overdrage Den Europæiske Centralbank specifikke opgaver i forbindelse med politikker vedrørende tilsyn med kreditinstitutter og andre finansielle institutioner bortset fra forsikringsselskaber" (Lissabon-traktatens artikel 127).

² Citat fra artiklen "Nationalbanken afviser at være finanstilsyn" i *Børsen* den 27. februar 1996.

³ Jf. Finanstilsynets hjemmeside.

APPENDIKS 5.A: NATIONALBANKENS INDDRAGELSE I LØSNINGER FOR PENGEINSTITUTTER I FINANSIELLE VANSKELIGHEDER 1984-95

Kronebanken (1984-85)¹

I december 1984 fastslog Tilsynet med Banker og Sparekasser, at landets syvendestørste bank ikke kunne fortsætte som selvstændigt pengeinstitut efter, at der var konstateret behov for merhensættelser på især et stort engagement med en enkeltkunde inden for byggevirksomhed. Kronebanken havde mere end 320.000 indlånskonti, hvoraf en stor del var almindelige lønmodtagerkonti.

Nationalbanken valgte at bidrage til en løsning ud fra følgende hensyn:

"Da forhandlingerne om en fusion af Kronebank med et andet pengeinstitut ikke er lykkedes, har regeringen og Danmarks Nationalbank af hensyn til indskyderne og andre kreditorer besluttet at sikre en videreførsel af banken."²

Efter forhandlinger med regeringen stillede Nationalbanken og de tre største pengeinstitutter en garanti på 500 mio. kr., som skulle dække eventuelle tab ud over egenkapitalen og ansvarlig indskudskapital. Nationalbankens andel af tabsgarantien var på 125 mio. kr. Endvidere gav Nationalbanken tilsagn om at stille likviditet til rådighed for Kronebanken.³

Saneringen af Kronebanken blev videreført af en ny direktion, og i juni 1985 blev der enighed om en fusionsaftale mellem Kronebanken og Den Danske Provinsbank⁴. For aktionærene i Kronebanken var der tale om et tilbud, som stort set ikke gav tab.⁵

Efter den formelle godkendelse af aftalen bortfaldt Nationalbankens og de tre hovedbankers tabsgaranti, ligesom Nationalbankens likviditetsgaranti ophørte. De samlede omkostninger for Nationalbanken bestod i rentetab på likviditetsstøtten, som skønsmæssigt kunne opgøres til 19 mio. kr.⁶

¹ Jf. side 293-295 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993; side 81-82 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1984; og side 86 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1985.

² Citat fra Nationalbankens og Industriministeriets pressemeddelelse af 20. januar 1985 (optrykt på side 216 i Økonomiministeriet, *Håndtering af pengeinstitutkriser*, Schultz, 1997).

³ Jf. pressemeddelelse fra Tilsynet med Banker og Sparekasser af 18. december 1984.

⁴ Senere en del af Danske Bank.

⁵ Jf. side 293-295 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

⁶ Jf. side 79 i Økonomiministeriet, *Redning af pengeinstitutter siden 1984*, Schultz, 1995.

6' Juli Banken (1987-88)¹

6' Juli Banken trådte i betalingsstandsning i marts 1987. Nationalbankens umiddelbare indstilling var, at:

"... 6' Juli Bankens forretningsførelse var så speciel og dens betydning for det danske bankvæsen så begrænset, at der ikke var nogen pengepolitisk motivering for at gribe ind.

Regeringen tog imidlertid kontakt med Den Danske Bankforening med henblik på at få etableret en garantiordning for indskyderne.

I betragtning af, at Bankforeningen allerede arbejdede på udformning af en generel indskudsgarantiordning, fandt Nationalbanken, at det var naturligt, at der etableredes en ad hoc-ordning for 6' Juli Bankens indskydere, og Nationalbanken gav tilsagn om at yde likviditetsstøtte til en sådan ordning."²

6' Juli Banken havde 20.000 indskudskonti, hvoraf godt 90 pct. var på under 100.000 kr. Bankforeningen udarbejdede et forslag om en ad hoc-løsning, som ville give fuld dækning for alle indskud i 6' Juli Banken på under 50.000 kr. og delvis dækning af større indskud. Repræsentanter for 6' Juli Bankens indskydere krævede imidlertid fuld dækning, og der tegnede sig efterhånden et politisk flertal uden om regeringen til et lovgivningsinitiativ om en indskydergarantiordning, som også skulle dække indskyderne i 6' Juli Banken.

I slutningen af april 1987 gav Sydbank udtryk for interesse i at overtage aktiverne og passiverne i 6' Juli Banken, så der blev fuld dækning af indskyderne. Forudsætningen var, at Sydbank ikke led økonomisk tab. I juni tiltrådte Nationalbanken en ordning, som indebar, at Nationalbanken og to realkreditinstitutter tegnede ansvarlig indskudskapital. Nationalbankens andel udgjorde 125 mio. kr. Hertil kom, at Nationalbanken ydede Sydbank likviditetsstøtte i form af et lån på op til 700 mio. kr. over 18 måneder til en favorabel rente. Endelig stillede Nationalbanken en garanti for eventuelle ubogførte garantier i 6' Juli Banken.

Ved afslutningen af afviklingen af 6' Juli Banken i 1993 måtte Nationalbanken konstatere, at kapitalinskuddet på 125 mio. kr. var tabt. Nationalbankens tab bestod endvidere i et rentetab på likviditetsstøtten på ca. 50 mio. kr.³

¹ Jf. side 295-296 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993; og side 68 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1987.

² Citat fra "Nationalbankens pressemeddelelse af 1. juli 1987 om 6' Juli Bank-sagen" (optrykt som bilag 1 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1987).

³ Jf. side 80 i Økonomiministeriet, *Redning af pengeinstitutter siden 1984*, Schultz, 1995.

Nationalbanken tilkendegav i juli 1987 i forbindelse med sit engagement i 6' Juli Bank-sagen, at:

"... gennemførelse af en almindelig indskudsgarantiordning, som ikke kan give fuld dækning for alle indskud, må indebære, at Nationalbanken ikke i fremtiden kan påtage sig at garantere de tilgodehavender, der ikke dækkes af en sådan ordning."¹

C&G Banken (1987-88)²

I foråret 1987 blev Tilsynet med Banker og Sparekasser opmærksom på, at C&G Banken havde overskredet lovgivningens grænser for enkeltengagementer i forbindelse med udlån til og garantier for et byggeselskab. Tilsynet foranledigede en ekstraordinær revision, som afdækkede behov for yderligere hensættelser. I juli 1987 stillede to af C&G Bankens hovedaktionærer kaution for de skønnede risici på to store engagementer og tegnede sammen med de øvrige hovedaktionærer ansvarlig indskudskapital.

I slutningen af september 1987 blev det klart, at engagementet med byggeselskabet krævede yderligere kapitaltilførsel. På et møde med deltagelse af Tilsynet, hovedaktionærerne, Kreditforeningen Danmark³ og Nationalbanken blev det besluttet at søge engagementerne med byggevirksomheden udskilt i et særligt selskab. Det nødvendige kapitalgrundlag skulle herefter tilvejebringes af hovedaktionærerne og Kreditforeningen Danmark.

En fornyet gennemgang af den resterende del af banken gjorde det dog klart, at det var nødvendigt med yderligere hensættelser i et betydeligt omfang. Hermed var der ikke basis for yderligere kapitaltilførsel, og C&G Banken trådte i betalingsstandsning i oktober 1987. I månederne inden havde Nationalbanken i lyset af forhandlingerne – og en antagelse om at C&G Banken var solvent⁴ – gradvis ydet ekstraordinær likviditetsstøtte, efterhånden som C&G Bankens finansieringsmuligheder via pengemarkedet svandt ind. Ved betalingsstandsningen udgjorde Nationalbankens tilgodehavende 369 mio. kr. C&G Banken blev erklæret konkurs i maj 1988. Den havde 1.200 indskydere, som blev dækket i henhold til reglerne for den nyetablerede indskydergarantiordning.

¹ Citat fra "Nationalbankens pressemeddelelse af 1. juli 1987 om 6' Juli Bank-sagen" (optrykt som bilag 1 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1987).

² Jf. side 296-297 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993; side 68 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1987; og side 62 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1988.

³ Senere omdøbt til Realkredit Danmark, RD.

⁴ Jf. side 80 i Økonomiministeriet, *Redning af pengeinstitutter siden 1984*, Schultz, 1995.

Nationalbanken fik i 1995 udbetalt en dividende på 116 mio. kr. fra konkursboet efter C&G Banken svarende til omkring 31 pct. af sit tilgodehavende ved C&G Bankens betalingsstandsning i 1987.¹

Unibank (1992)

I den sidste del af juni 1992 opstod der forlydender om, at Finanstilsynet havde taget særlige initiativer i retning af ekstraordinære undersøgelser, anbefaling af fusion eller lignende over for landets næststørste bank, Unibank². Efter henvendelse fra Unibank udsendte Finanstilsynet en pressemeddelelse, som afkræftede rygterne:

"På baggrund af en række rygter, der verserer omkring situationen i Unibank, har tilsynet modtaget en redegørelse fra ledelsen om bankens aktuelle situation.

De rygter, der er kommet til tilsynets kendskab, savner efter tilsynets vurdering ethvert grundlag i virkeligheden.

Tilsynet skal afvise alle forlydender om, at tilsynet har taget særlige initiativer overfor Unibank i retning af ekstraordinære undersøgelser, anbefaling af fusion eller lignende.

I kraft af tilsynets generelle lovbestemte forpligtigelse til at føre tilsyn med en bank følger Finanstilsynet rutinemæssigt Unibank.

Tilsynet har ad denne vej kendskab til bankens større erhvervsudlån, og er af den opfattelse, at banken har foretaget en normal afdækning af risikoen på disse lån.

Efter de oplysninger som Finanstilsynet på dette grundlag er i besiddelse af, er der ikke baggrund for at nære bekymring for Unibanks soliditet eller likviditet."³

For at:

"... imødegå eventuelle likviditetsproblemer i udlandet for danske pengeinstitutter som følge af rygtedannelser om et solvent pengeinstitut aftalte Nationalbanken et likviditetsberedskab med Unibank..."⁴

¹ Jf. side 83 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1995.

² Senere en del af Nordea.

³ Citat fra pressemeddelelse fra Finanstilsynet af 19. juni 1992 (optrykt på side 7-8 i Ekspertgruppen til undersøgelse af Finanstilsynets forvaltning, *Uddrag af baggrundsrapport. Unibank-sagen*, 2004).

⁴ Citat fra side 48 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1992.

Nationalbanken udsendte en pressemeddelelse den 21. juni 1992¹ med oplysning om likviditetsberedskabet. Det fremgik heraf, at Nationalbanken ville stille den fornødne likviditet til rådighed, hvis det blev nødvendigt. Der opstod herefter hurtigt ro om Unibank. Nationalbanken og Unibank aftalte i begyndelsen af 1995 formelt at ophæve likviditetsberedskabet.²

I 1999 besluttede økonomiministeren at foranstalte en undersøgelse af Finanstilsynets forvaltning af en række sager fra første halvdel af 1990'erne, herunder Unibank-sagen. Den nedsatte ekspertgruppe fremlagde sin rapport i 2004, som rejste kritik af Finanstilsynets pressemeddelelse 19. juni 1992 om situationen i Unibank:

"Denne støtteerklæring var uden egentlige forbehold og gav det indtryk, at Finanstilsynet havde et indgående kendskab til Unibanks forhold på det tidspunkt, hvor pressemeddelelsen blev udsendt. Det foreliggende materiale viser imidlertid, at Finanstilsynet ikke havde noget detaljeret kendskab til virksomhedens forhold, da pressemeddelelsen blev udsendt. Det var flere måneder siden, at der havde været en mere indgående kontakt med Unibank vedrørende væsentlige økonomiske forhold."³

Om Unibanks økonomiske situation i juni 1992 noterede Ekspertgruppen:

"... at der utvivlsomt forelå en alvorlig situation for Unibank..."⁴,

og at banken:

"... hvis den ikke fik hjælp udefra – kunne løbes over ende på grund af rygtedannelser. På den anden side var banken ikke i en så alvorlig ... situation, at et dramatisk regeringsindgreb var nødvendigt."⁵

¹ Oprettet som bilag 4 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1992.

² Jf. side 46 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1994.

³ Citat fra side 61 i Ekspertgruppen til undersøgelse af Finanstilsynets forvaltning, Finanstilsynets forvaltning i nogle større sager ca. 1990-95 (Baltica-sagen, Hafnia-sagen m.fl.). Sammenfattende rapport, 23. juni 2004.

⁴ Citat fra side 23 i Ekspertgruppen til undersøgelse af Finanstilsynets forvaltning, *Uddrag af baggrundsrapport. Unibank-sagen*, 2004.

⁵ Citat fra side 23 i Ekspertgruppen til undersøgelse af Finanstilsynets forvaltning, *Uddrag af baggrundsrapport. Unibank-sagen*, 2004.

Varde Bank (1992-93)¹

I efteråret 1992 blev det klart, at Danmarks niende største pengeinstitut, Varde Bank, havde behov for en gennemgribende tilpasning af balancestruktur og forretningsomfang. Den havde en stor andel af sine udlån koncentreret inden for finansieringsvirksomhed og ejendomsadministration – sektorer som var ramt af de foregående års konjunkturtilbage-slag. Endvidere var bankens situation følsom over for udviklingen i et betydeligt antal store enkeltarrangementer.

Løsningen for Varde Bank kom til at forløbe i flere faser. For at give Varde Bank tid til tilpasningen etablerede Nationalbanken i samarbejde med Finanstilsynet i november 1992 et garantikonsortium sammen med de fire største og tre regionale pengeinstitutter. Garantien på 750 mio. kr.² skulle først anvendes, såfremt egenkapitalen og den supplerende kapital var tabt. I tilknytning til etableringen af garantikonsortiet aftalte Nationalbanken et likviditetsberedskab med Varde Bank.

I løbet af 1993 ændrede situationen sig gradvis efterhånden som tabene fortsatte, og Varde Banks fremtid som selvstændigt institut blev mere og mere tvivlsom. I efteråret 1993 blev det vurderet, at Varde Bank ikke længere opfyldte solvenskravet og ikke kunne fortsætte som selvstændigt pengeinstitut. For at sikre ro i den tid, det ville tage at få etableret en løsning med ordnet afvikling af Varde Bank, gav Nationalbanken efter anmodning fra finansministeren og mod statsgaranti tilsagn om at tilføre den nødvendige likviditet til banken.

Der blev ført forhandlinger med en række pengeinstitutter med henblik på at sælge Varde Banks basisforretninger (alle indlån og udlån i kerneområdet, Ribe Amt). Løsningen³ blev, at Sydbank Sønderjylland⁴ overtog disse, mens den resterende del af Varde Bank i marts 1994 blev omdannet til et afviklingsselskab, VB Finans. Da Sydbank Sønderjylland overtog flere passiver end aktiver, måtte Varde Bank betale Sydbank Sønderjylland for overdragelsen. For at muliggøre frasalget til Sydbank Sønderjylland og den fortsatte drift af afviklingsselskabet ydede Natio-

¹ Krisen i Varde Bank er nærmere behandlet i Niels C. Andersen og Jens Dalsgaard, Afviklingen af Varde Bank, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005; og *Rapport afgivet af udvalget til undersøgelse af visse forhold omkring Aktieselskabet Varde Bank*, Schultz, 1994. Sidstnævnte rapport blev udarbejdet af et uvildigt ekspertudvalg udpeget af Finanstilsynet og Nationalbanken i marts 1994.

² Jf. Finanstilsynets og Nationalbankens pressemeddelelse af 8. november 1992 om etablering af et garantikonsortium for Varde Bank (optrykt som bilag 8 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1992). Nationalbanken påtog sig 250 mio. kr. af garantien. Desuden hæftede Nationalbanken for den øvrige garantikapital på 500 mio. kr. Garantien var tidsbegrænset til 30. november 1995, men blev senere forlænget, jf. nedenfor.

³ Den politiske koordinering skete i "den interministerielle følgegruppe for Varde Bank". Følgegruppen blev ledet af Industriministeriet, og de øvrige medlemmer var Finansministeriet, Finanstilsynet, Økonomiministeriet og Nationalbanken.

⁴ Senere omdøbt til Sydbank.

nalbanken mod statsgaranti¹ et lån på omkring 4 mia. kr. til Varde Bank. Lånet afløste det tidligere tilsagn fra Nationalbanken om tilførsel af likviditet.

Nationalbankens bevæggrunde for at deltage i løsningen for Varde Bank var følgende:

"I lyset af forholdene i de øvrige nordiske lande var det vigtigt ikke at svække tilliden til det danske finansielle system, idet en svækkelse af tilliden til det danske finansielle system i sig selv ville kunne medføre likviditetsproblemer for i øvrigt sunde danske institutter. En svækket tillid ville med stor sandsynlighed særligt ramme de mellemstore banker, der i ikke uvæsentligt omfang hentede likviditet i udlandet. I den sammenhæng fandt man, at Varde Bank var for stor til uden risiko for systemimplikationer at gå konkurs, ligesom Varde Bank havde en størrelse og var i for dårlig økonomisk forfatning til, at andre pengeinstitutter uden videre kunne eller ønskede at overtage den.

Desuden var Varde Bank trods sin ekspansion forankret med en meget høj markedsandel i Sydvestjylland (ca. 30-40 pct.), og en lukning vurderedes at kunne få meget stor betydning for lokaløkonomien i området."²

I 1999 besluttede økonomiministeren at foranstalte en undersøgelse af Finanstilsynets forvaltning af en række større sager fra første halvdel af 1990'erne, der havde systemisk betydning, herunder Varde Bank. Den nedsatte ekspertgruppe fremlagde i 2004 sin rapport³ og fremsatte ingen alvorlig kritik i relation til Varde Bank-sagen.

Afviklingen af Varde Bank var i øvrigt karakteriseret ved at strække sig over et meget langt tidsrum på grund af retssager. I forbindelse med den endelige afslutning af konkursboet efter VB Finans i 2002 overtog Nationalbanken risikoen på den resterende afvikling.⁴

¹ Jf. aktstykke til Finansudvalget med anmodning om statsgaranti for trækingsret i Nationalbanken af 14. december 1993. Lånet hæftede efter kernekapital, supplerende kapital og garantikapital, men før ansvarlig indskudskapital. I forbindelse med løsningen accepterede garantierne at forlænge perioden for den tidligere omtalte garanti på 750 mio. kr. for at sikre den nødvendige tid til at afvikle de engagementer, der blev tilbage i Varde Bank. For at sikre, at VB Finans blev drevet i overensstemmelse med de intentioner, der lå bag modellen, samt sikre indsigt i den løbende afvikling, fik Nationalbanken mulighed for at udpege en kommitteret til selskabets bestyrelse, uden hvem der ikke kunne træffes væsentlige økonomiske beslutninger. Lånet fra Nationalbanken kunne i øvrigt opsiges med 14 dages varsel.

² Citat fra side 108-109 i Niels C. Andersen og Jens Dalsgaard, *Afviklingen af Varde Bank*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

³ Ekspertgruppen til undersøgelse af Finanstilsynets forvaltning, *Finanstilsynets forvaltning i nogle større sager ca. 1990-95 (Baltica-sagen, Hafnia-sagen m.fl.)*, 2004.

⁴ Jf. side 57 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2004.

Lånet på omkring 4 mia. kr. fra Nationalbanken til Varde Bank i 1993 var tilbagebetalt ved udgangen af 2000. Nationalbankens umiddelbare tab på den i 1992 stillede garanti kunne senere opgøres til ca. 200 mio. kr. Hertil kom et nedslag i rentesatsen for VB Finans via en såkaldt renterabat, i det omfang selskabet udviste driftsunderskud. Det var tilfældet i de to første år af afviklingselskabets levetid, hvor renterabatten nåede op på ca. 120 mio. kr. Skal de samlede omkostninger for Nationalbanken opgøres, bør der endvidere tillægges de omkostninger, som Nationalbanken havde til personale på arbejdet med sagen og juridisk assistance. Det skal dog bemærkes, at konkursboets datterselskab VB Finans af 1996 A/S betalte godt 60 mio. kr. i skat af driftsoverskud fra etableringen og frem til likvidationen i 2003.¹

Himmerlandsbanken (1993)

I 1993 blev de økonomiske problemer i Himmerlandsbanken så store, at den ikke kunne fortsætte som selvstændigt pengeinstitut. I august 1993 overtog Sparekassen Nordjylland² hovedparten af bankens aktiver og passiver (ekskl. efterstillet kapital). Den resterende del af Himmerlandsbanken blev erklæret konkurs.³ Løsningen indebar, at alle indlån blev dækket.

I forbindelse med løsningen stillede Nationalbanken sammen med en række pengeinstitutter (garantikonsortiet) en garanti på maksimalt 150 mio. kr. Nationalbankens andel var 90 mio. kr. Formålet med garantien var at dække dels konkrete engagementer, som ikke blev overtaget af Sparekassen Nordjylland, dels ubogførte garantier eller erstatningskrav i konkursboet efter Himmerlandsbanken. Ud over garantien på 150 mio. kr. stillede Nationalbanken en ubegrænset garanti for ubogførte forpligtelser. Krav, der blev anerkendt som simple krav i konkursboet, blev omfattet af garantikonsortiets eller Nationalbankens garanti. Formålet med garantien var derimod ikke at dække aktie- eller efterstillet kapital.

Konkursboet tabte imidlertid i marts 2001 en sag ved retten i Hobro vedrørende Himmerlandsbankens udstedelse af obligationer i 1991 med status som efterstillet kapital. Konkursboet blev dømt til at anerkende, at den kapital, som oprindeligt var tegnet som efterstillet kapital, skulle anerkendes som et simpelt krav i konkursboet. Konkursboet ankede sagen til landsretten, og byrettens dom blev stadfæstet ved Vestre Landsret i september 2002. I april 2005 stadfæstede Højesteret de tidligere afgørelser ved retten i Hobro og ved Vestre Landsret, idet salgsmå-

¹ Jf. side 116-117 i Niels C. Andersen og Jens Dalsgaard, Afviklingen af Varde Bank, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

² Senere omdøbt til Spar Nord.

³ Jf. side 48-49 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1993*.

terialet ikke gav et retvisende billede af Himmerlandsbankens økonomiske situation, og at tegningen som efterstillet kapital derfor var urimelig i henhold til aftaleloven.¹ Efter højesteretsdommen blev efterstillet kapital tegnet som obligationer omfattet af garantien. Nationalbankens bidrag til afviklingen af Himmerlandsbanken kom i alt til at udgøre omkring 90 mio. kr.²

I forbindelse med løsningen for Himmerlandsbanken i 1993 aftalte regeringen og Finansrådet at søge at give Indskydergarantifonden mulighed for fremover at kunne bidrage finansielt til en ordnet afvikling af nødlidende pengeinstitutter. Nationalbanken tilkendegav i tilknytning hertil, at man ikke fremover kunne påregne Nationalbankens deltagelse som garantistiller i sager svarende til Himmerlandsbanken.³

Med henblik på at undersøge og klarlægge begivenhedsforløbet omkring visse skattemæssige forhold i forbindelse med Sparekassen Nordjyllands overtagelse af engagementer fra Himmerlandsbanken blev der ved folketingsbeslutning af 4. november 1993 nedsat en undersøgelsesret.⁴

Bankkrisen på Færøerne (1992-93)⁵

Bankkrisen på Færøerne i begyndelsen af 1990'erne var præget af en stærk mediefokus og gav anledning til en del politiske stridigheder såvel internt på Færøerne og i Danmark som i forholdet mellem Færøerne og Danmark.

Efter store samfundsøkonomiske problemer på Færøerne kunne Finanstilsynet i efteråret 1992 konstatere, at to store færøske banker – Sjóvinnubankin og Føroya Banki – havde så store behov for merhensættelser, at begge banker havde behov for kapitaltilførsel for fortsat at opfylde lovens solvenskrav.

Som led i en aftale mellem den danske regering og det færøske landstyre indskød landstyre i november 1992 via en fond (Finansieringsfonden af 1992) knap 500 mio. kr. som ny kapital i Sjóvinnubankin. Aftalen indebar, at bankens aktiekapital blev kraftigt nedskrevet. En del af kapi-

¹ Jf. side 120 i Niels C. Andersen og Jens Dalsgaard, Afviklingen af Varde Bank, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

² Jf. side 48 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993; og side 55-56 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2005.

³ Jf. side 13 i Danmarks Nationalbank, Rapport om den danske pengeinstitutsektor, *Kvartalsoversigt*, November 1994.

⁴ Jf. *Beretning afgivet af undersøgelsesretten vedrørende visse forhold i forbindelse med Sparekassen Nordjyllands overtagelse af engagementer fra Himmerlandsbanken*, Schultz, 1994. Efterfølgende blev der foretaget en advokatundersøgelse, jf. Per Harder, *Redegørelse vedr. visse tjenestemænds forhold i sagen om Sparekassen Nordjyllands overtagelse af dele af Himmerlandsbanken*, 1996.

⁵ Bankkrisen på Færøerne i 1990'erne er nærmere behandlet i Richard Mikkelsen, *Færøerne i bankkrisens tegn*, Handelshøjskolens Forlag, 2001; Jørn Astrup Hansen, *Færøske Banker 1906-2006*, Handelshøjskolens Forlag, 2007; Richard Mikkelsen, *Bankvæsenet på Færøerne – et historisk rids*, Festskrift til Anders Ølgaard, tillægsnummer til Nationaløkonomisk Tidsskrift, 1996; og *Beretning afgivet af Undersøgelseskommissionen vedrørende Den Færøske Banksag*, bind 1-5, januar 1998.

talindskuddet – 300 mio. kr. – finansierede landsstyret via et lån fra den danske stat.

Føroya Banki fik i efteråret 1992 et kapitalindskud på omkring 330 mio. kr. fra Den Danske Bank, der var bankens majoritetsaktionær.

I løbet af 1993 forværredes den færøske økonomi og hermed situationen for de færøske banker yderligere. Stigende vanskeligheder i fiskerierhvervet gjorde det nødvendigt, at landsstyret i februar 1993 via Finansieringsfonden måtte indskyde yderligere 350 mio. kr. som ansvarlig kapital i Sjóvinnubankin, igen finansieret via et lån fra den danske stat.

I begge tilfælde med lånefinansiering fra den danske stat ydede Nationalbanken overgangsfinansiering mod statsgaranti. I forbindelse med kapitalindskuddet i februar 1993 etablerede Nationalbanken – ligeledes mod statsgaranti – et likviditetsberedskab for Sjóvinnubankin, som skulle dække behovet for likviditet, indtil lånet til landsstyret kunne udbetales.¹

Efter en henvendelse fra Den Danske Bank til statsminister Poul Nyrup Rasmussen blev der i februar 1993 indledt forhandlinger mellem Den Danske Bank og Finansieringsfonden af 1992 med deltagelse af Finanstilsynet om et aktiebytte, hvorved Den Danske Bank afgav aktiemajoriteten i Føroya Banki til Finansieringsfonden mod at modtage en minoritetsaktiepost på 30 pct. i Sjóvinnubankin. Aftalen blev godkendt af den danske regering den 12. marts 1993 og af det færøske landsstyre den 22. marts 1993, hvorefter aktierne blev udvekslet.²

I maj 1993 opstod der frygt for, at de færøske banker på ny ville få behov for kapitaltilførsel. Da såvel bankerne som landsstyret tillige havde likviditetsproblemer, blev der indgået en aftale mellem den danske regering og landsstyret. I forbindelse hermed modtog landsstyret tilsagn om et statslån på 1 mia. kr. Af beløbet stilledes 560 mio. kr. i beredskab for de færøske banker, såfremt der skulle blive behov for yderligere kapitaltilførsler via Finansieringsfonden.³

I september 1993 konstaterede Finanstilsynet så stort et behov for hensættelser, at der måtte indgås en ny aftale mellem regeringen og landsstyret. Der blev her ydet et yderligere statslån på 1,3 mia. kr. til landsstyret. Hele beløbet skulle anvendes til rekapitalisering af Føroya Banki og Sjóvinnubankin.

I oktober 1993 kunne Finanstilsynet efter en undersøgelse konstatere, at lovgivningens solvenskrav ikke længere var opfyldt i den mindste færøske bank, Fossbankin. Den blev erklæret konkurs i november 1993,

¹ Jf. side 48-49 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1992.

² Jf. side 18-19 i *Beretning afgivet af Undersøgelseskommisionen vedrørende Den Færøske Banksag*, januar 1998.

³ Jf. side 9 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, August 1993.

og dens indskydere blev dækket i henhold til Indskydergarantifondens regler.¹

Føroya Banki og Sjóvinnubankin blev fusioneret i april 1994 under navnet Føroya Banki.

Ved lov nr. 356 af 8. juni 1995 blev der nedsat en kommission om undersøgelse af Den færøske Banksag. Dens kommissorium var defineret i lovens § 2, stk. 1 med følgende ordlyd:

"§ 2. Undersøgelseskommissionen har til opgave at undersøge og klarlægge det samlede begivenhedsforløb i forbindelse med de initiativer, der fra 1992 blev taget for at redde SB og FB fra økonomisk sammenbrud og frem til sammenlægningen af bankerne i 1994. Kommissionen skal navnlig undersøge omstændighederne omkring aktiebyttet den 22. marts 1993 mellem Den Danske Bank og Finansieringsfonden af 1992. I undersøgelsen kan inddrages alle oplysninger, der er af betydning for udførelsen af undersøgelseskommissionens opgave."

Undersøgelseskommissionens rapport blev offentliggjort i januar 1998. I rapporten blev Nationalbanken kritiseret for ikke at have været klar nok i sin kommunikation omkring Nationalbankens holdning til aktiebyttet i 1993.²

Efter den dybe krise i begyndelsen af 1990'erne blev den færøske økonomi genoprettet. Fra anden halvdel af 1990'erne og frem til 2002 kom den færøske økonomi ind i en gunstig periode med høj vækst i BNP og eksport. I takt med bedringen af økonomien kom Finansieringsfonden af 1992, som havde tilført en stor del af midlerne til bankerne under krisen, til at stå med betydelige aktiver i kraft af ejerskabet af hovedparten af Føroya Bank. En del af Føroya Bank blev privatiseret i 2007, hvor 66 pct. af bankens aktiekapital blev udbudt til salg.³

¹ Jf. side 50 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993.

² Jf. side 954-55 i *Beretning afgivet af Undersøgelseskommissionen vedrørende Den Færøske Banksag*, januar 1998.

³ Jf. side 5 i Jørn Astrup Hansen, *Færøske Banker 1906-2006*, Handelshøjskolens Forlag, 2007; Bjarne Skafte og Pernille Thinggård, Den økonomiske situation på Færøerne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2003; Niels Bartholdy, Færøsk økonomi, oversigt medio 2007, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2007; og side 78 i Rigsombudsmanden på Færøerne, *Beretning*, 2008.

KAPITEL 6

Centralbankernes arbejde med finansiel stabilitet

INTERNATIONAL TENDENS: RAPPORTER OM FINANSIEL STABILITET

Perioden fra midten af 1990'erne var kendetegnet ved øget fokus på stabiliteten af det finansielle system som helhed blandt centralbankerne verden over. I 1996 påbegyndte Bank of England regelmæssigt at offentliggøre rapporter om den finansielle stabilitet, hvor der blev sat fokus på finansielle institutioner, finansielle markeder og betalingssystemer. Sveriges Riksbank og Norges Bank fulgte efter i 1997, og i 2005 offentliggjorde omkring 50 centralbanker verden over denne type af rapporter.¹

Rapporterne søgte at identificere, hvor de væsentligste risici for det finansielle system kunne tænkes at opstå. Centralbankerne havde for så vidt altid haft interesse for det finansielle systems stabilitet, dels på grund af deres deltagelse i betalingssystemer og rollen som "lender of last resort", dels fordi finansiel stabilitet var vigtig for den pengepolitiske transmissionsproces. Der var derfor i nogen grad tale om, at analyser, som tidligere blev udarbejdet til intern brug, nu blev offentliggjort.

Det var håbet, at rapporterne ved at sætte fokus på risici kunne bidrage til den finansielle stabilitet, jf. følgende udtalelse fra den britiske centralbankchef, Eddie George, og Chairman of the Securities and Investments Board, Sir Andrew Large, i forbindelse med, at den første udgave af Bank of Englands rapporter om finansiel stabilitet blev udsendt i 1996:

"The risks faced by market practitioners have become more complex, and the techniques used to control them more sophisticated. ... So it is more important than ever for practitioners and regulators to keep abreast of the latest developments.

¹ Jf. Martin Čihák, How Do Central Banks Write on Financial Stability? *IMF Working Paper*, nr. 163, juni 2006; og Jakob de Haan, Richard Jong-A-Pin og Sander Oosterloo, Financial stability reviews: A first empirical analysis, *Journal of Financial Stability*, vol. 2(4), 2007.

With that objective in mind, the Bank, in association with the Securities and Investments Board, has decided to launch the Financial Stability Review. It will provide a regular forum in which a range of contributors can set out their ideas about risk management, financial regulation, and developments in financial markets. Hitherto, much of the work of the Bank and the SIB on these issues has been carried out behind the scenes. At the same time, public expectations of the financial services industry, and of the regulatory framework that underpins it, are higher than ever. In these circumstances, there is a clear need to ensure that the objectives, and limits, of financial regulation are well understood. We believe that, by placing more of our ideas and research in the public domain, we will be better able to do this."¹

I forbindelse med præsentationen af sin første rapport om finansiel stabilitet i 1997 lagde Sveriges Riksbank vægt på den nylige bankkrise og Riksbankens rolle i betalingssystemet:

"I finansmarknadsrapporten kommer Riksbanken halvårsvis att redogöra för sin syn på utvecklingen i det finansiella systemet mot bakgrund av Riksbankens uppgift att övervaka stabiliteten i betalningssystemet. Inte minst bankkrisen visar att det finns starka skäl för staten att verka för god stabilitet i det finansiella systemet."²

NATIONALBANKENS RAPPORTER OM FINANSIEL STABILITET

Finansiel stabilitet var emnet for det nordiske centralbankmøde i Sverige i juni 1999, og Nationalbanken påbegyndte offentliggørelse af regelmæssige rapporter om den finansielle stabilitet i 2000. De første to år var rapporterne en del af bankens Kvartalsoversigt, men fra 2002 blev der tale om selvstændige publikationer.

Om baggrunden for at påbegynde offentliggørelse af rapporter om den finansielle stabilitet henviste Nationalbanken i sin første rapport til den internationale udviklingstendens på området. Det var formålet med rapporterne at forsøge at give et systematisk overblik over udviklingstendenser og deres betydning for den finansielle stabilitet:

¹ Citat fra side 2 i Bank of England in association with the Securities and Investment Board, *Financial Stability Review*, Issue one, Autumn 1996.

² Citat fra pressemeddelelsen "Tillfredsställande stabilitet i finansiella systemet", 7. november 1997.

"På linje med andre centralbanker har Nationalbanken som en af sine opgaver at bidrage til effektivitet og stabilitet på de finansielle markeder. Finansiell stabilitet er centralt, hvis en sund makroøkonomisk udvikling skal opretholdes. Den følgende analyse ... har til formål at beskrive udviklingslinjer i den finansielle sektor i Danmark samt deres implikationer for den finansielle stabilitet. Lignende analyser af udviklingen i den finansielle sektor udarbejdes af centralbankerne i mange andre lande, herunder Sverige, Norge og Finland."¹

I Nationalbankens rapporter blev finansiel stabilitet defineret som en tilstand, hvor det finansielle system som helhed var tilstrækkeligt robust, så eventuelle problemer i sektoren ikke spredte sig og hindrede de finansielle markeder i at fungere som formidlere af kapital og finansielle tjenesteydelser.

I lighed med andre lande var Nationalbankens første stabilitetsrapporter præget af analyser, som tidligere havde været udarbejdet til intern brug, fx analyser af udviklingen i de finansielle institutters regnskaber og den generelle finansielle og økonomiske udvikling. Med tiden blev der udviklet værktøjer rettet mere direkte mod at analysere den finansielle stabilitet.²

Nationalbanken havde ikke tilsynet med penge- og realkreditinstitutter og havde derfor ikke større kendskab til de enkelte institutters regnskabsbøger end den information, der kunne uddrages af de offentliggjorte års- og kvartalsregnskaber. Det var dog heller ikke formålet med Nationalbankens stabilitetsrapporter at behandle robustheden af de enkelte finansielle institutter. Denne opgave blev varetaget af Finanstilsynet.³

Analyse af finansiel stabilitet viste sig at være en vanskelig øvelse for centralbankerne i såvel Danmark som andre lande. Hertil kom, at centralbankerne – bortset fra kommunikation – ikke rådede over nogen instrumenter til at sikre finansiel stabilitet på makroøkonomisk plan på samme måde, som man rådede over rente- og likviditetspolitikken til at opnå prisstabilitet.

En af de problemstillinger, som rapporterne behandlede, var skiftet i pengeinstitutternes finansieringsstruktur omkring årtusindskiftet. Frem til slutningen af 1990'erne var pengeinstitutternes indlån og udlån nogenlunde af samme størrelsesorden. I årene efter årtusindskiftet fik

¹ Citat fra side 19 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet, Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2000.

² Fx konkursindikator- og stresstestmodeller, jf. boks 6 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet*, 2003; og boks 6 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet*, 2006.

³ Jf. side 9 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet*, 2003.

pengeinstitutterne under en stærk udlånsvækst opbygget et stort indlånsunderskud, som bl.a. blev finansieret ved at udstede obligationer og låne fra kreditinstitutter i udlandet, jf. kapitel 4. I 2001 advarede Nationalbanken om, at disse former for finansieringskilder kunne være mindre stabile end traditionelle indlån:

"Pengeinstitutternes udlån har udvist markant vækst siden 1995 ... Væksten i udlån har været kraftigere end væksten i indlån, og pengeinstitutterne har samlet set fået indlånsunderskud ved udgangen af 2000. ... 40 pct. af de analyserede pengeinstitutter havde indlånsunderskud ved udgangen af 2000. ...

Indlånsunderskud finansieres ved funding fra andre kilder. Det kan fx ske gennem forøgelse af nettogælden til andre kreditinstitutter i og uden for Danmark, udstedelse af obligationer eller indskud af ny kapital. Omfanget af pengeinstitutternes nettogæld til andre kreditinstitutter og udstedelse af obligationer har været stigende i takt med, at indlånsoverskuddet har været faldende.

I forbindelse med ændringen i balancesammensætningen er det vigtigt at vurdere refinansieringsrisikoen på de former for funding, der benyttes. I perioder, hvor kreditgivningen er mere stram, end tilfældet er nu, er gæld til andre kreditinstitutter typisk mindre stabil end indlån med hensyn til reel løbetid og volumen."¹

Nationalbanken påpegede i flere af årene efter 2001 de risici, som pengeinstitutternes stigende indlånsunderskud indebar.² Kortfristet finansiering via de internationale penge- og kapitalmarkeder var normalt mindre stabil og mere følsom over for ændringer i institutternes egen kreditværdighed end indlån. Endvidere kunne ændringer i generel risikovillighed og risikopræmier hurtigt gøre markedsfinansiering dyrere.

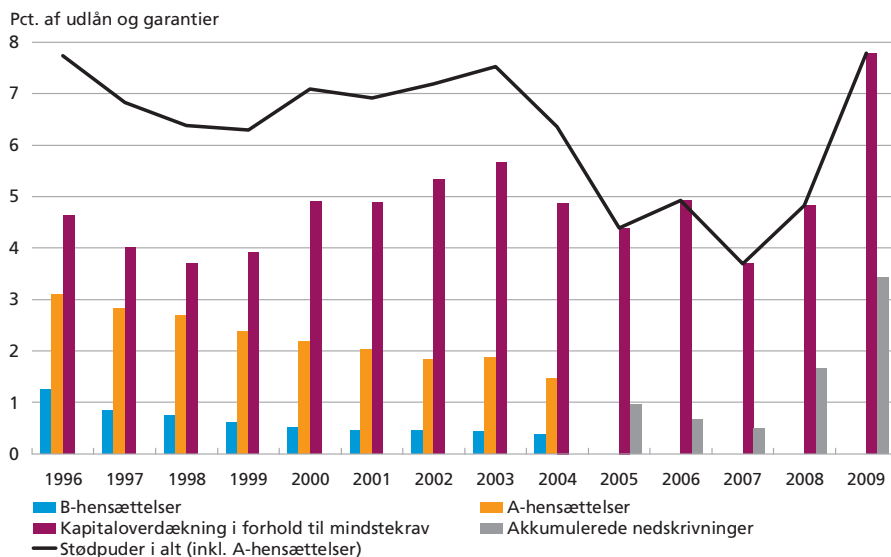
Et andet emne, som blev behandlet i Nationalbankens rapporter om finansiel stabilitet, var den reduktion i pengeinstitutternes polstring mod tab, som overgangen til nye regnskabsprincipper den 1. januar 2005 indebar, jf. figur 6.1. Det havde baggrund i, at man med de nye regler gik bort fra hensættelser efter et forsigtighedsprincip:

¹ Citat fra side 36-37 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet, Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2001.

² Jf. side 24-25 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2002; side 28-29 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2003; side 104-105 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2006; og side 7 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2007.

PENGEINSTITUTTERNES STØDPUDER 1996-2009

Figur 6.1



Anm.: I perioden frem til 2004 blev hensættelser i pengeinstitutternes regnskaber opdelt i A- og B-hensættelser. A-hensættelser var hensættelser til sandsynliggjorte tab, mens B-hensættelser var hensættelser til uundgåelige tab. A-hensættelser formodedes at have en vis stødpudeeffekt.

Kilde: Finanstilsynet samt års- og halvårsregnskaber.

"Pengeinstitutternes samlede stødpude til at modgå tab består af de akkumulerede hensættelser på udlån og garantier og den del af kapitalen, der ligger ud over lovens krav på 8 pct. Den samlede stødpude er for sektoren som helhed reduceret i 2004, hvilket dækker over dels et fald i kapitaloverdækningen og dels et fald i hensættelserne. De nye IAS/IFRS-regnskabsstandarder, der trådte i kraft 1. januar 2005, og de kommende kapitaldækningsregler, Basel II, vil fremadrettet få betydning for størrelsen og sammensætningen af pengeinstitutternes stødpuder.

Generelt må der udvises forsigtighed med at reducere stødpuderne i pengeinstitutterne til et minimum."¹

Et tredje spørgsmål vedrørte den høje udlånsvækst i pengeinstitutter. Her var Nationalbanken mere tilbageholdende med at gøre opmærksom på risiciene. Historisk kunne man ganske vist spore en sammenhæng mellem udlånsvækst og tab:

¹ Citat fra side 9 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2005.

"En stor del af de pengeinstitutter – specielt mindre og mellemstore – der i perioden 1996-2000 har haft den højeste udlånsvækst, har i 2001 haft størst vækst i tab og hensættelser."¹,

men sådanne korrelationer var ikke nødvendigvis stabile over tid:

"Historisk har perioder med høj udlånsvækst ofte været fulgt af stigende tab og hensættelser, hvilket indikerer, at kreditkvaliteten har en tendens til at blive forringet i perioder med høj udlånsvækst. Den høje udlånsvækst sidst i 1990'erne har imidlertid ikke i samme grad som tidligere medført øgede tab og hensættelser. Det kan skyldes, at konjunkturtilbageslaget i 2002 og 2003 var af relativt beskeden karakter, hvilket bl.a. afspejles i, at arbejdsløsheden ikke steg væsentligt. Hertil kommer, at andre vigtige faktorer såsom ejendomspriserne udviklede sig positivt."²

Endelig var det vanskeligt på basis af de offentliggjorte regnskaber at udpege pengeinstitutter, som kunne komme i vanskeligheder på grund af en høj udlånsvækst i en periode, hvor stort set samtlige pengeinstitutter havde stærk fremgang i udlånene.

I 2005 steg pengeinstitutternes udlån som helhed med 25 pct. i forhold til året før. 17 af de godt 160 pengeinstitutter havde en vækst i udlånet på mere end 40 pct., og 9 institutter havde vækstrater i udlånet på 50 pct. og derover, jf. figur 6.2.

Kreditrisikoen i de store danske pengeinstitutter lå i 2005 generelt lavere end i de øvrige danske pengeinstitutter, jf. figur 6.3. Det kunne især henføres til, at konkurssandsynligheden for de virksomheder, der havde de store danske pengeinstitutter som bankforbindelse, var mindre end for de virksomheder, der havde de mellemstore og mindre pengeinstitutter som bankforbindelse.³

Der var en vis tendens til, at en høj udlånsvækst i årene 2002-05 var sammenfaldende med højere kreditrisiko, jf. figur 6.4. Spredningen i kreditrisikomålet blandt pengeinstitutter med høj udlånsvækst var dog forholdsvis stor.

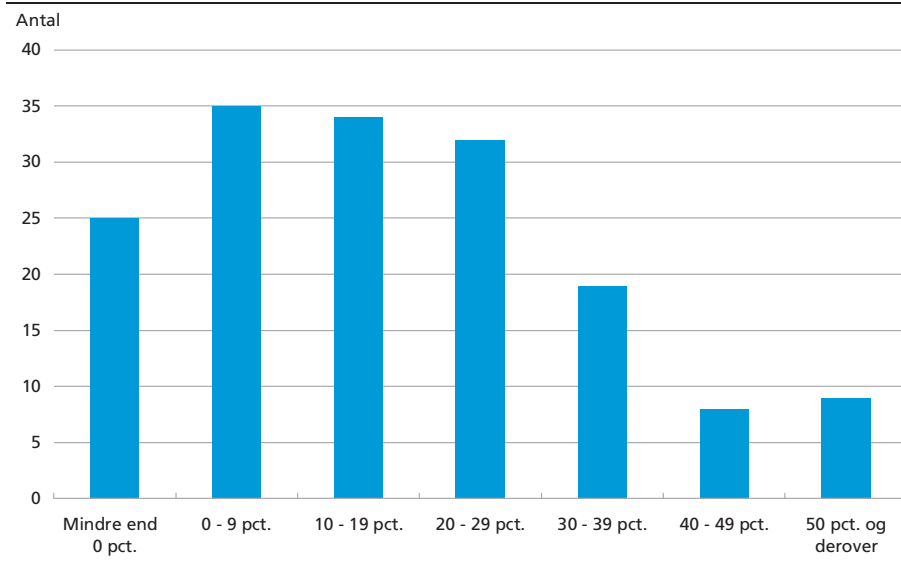
¹ Citat fra side 22 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2002.

² Citat fra side 16 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2005.

³ Jf. side 26-28 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet* 2006.

FORDELING AF ANTAL PENGEINSTITUTTER EFTER UDLÅNSVÆKST I 2005

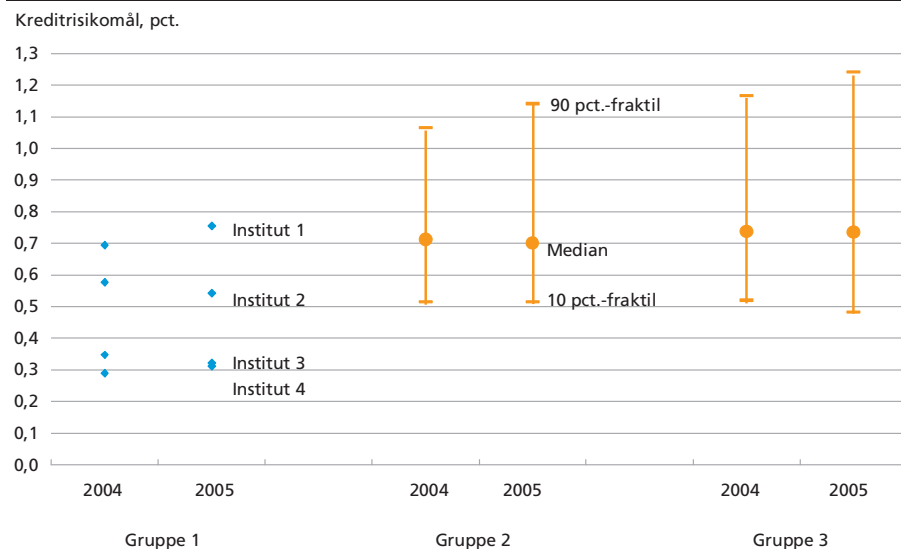
Figur 6.2



Kilde: Finanstilsynet.

10, 50 OG 90 PCT.-FRAKILEN FOR KREDITRISIKO I UDLÅNSPORTEFØLJEN I FINANSTILSYNETS PENGEINSTITUTGRUPPER 1-3, 2004 OG 2005

Figur 6.3

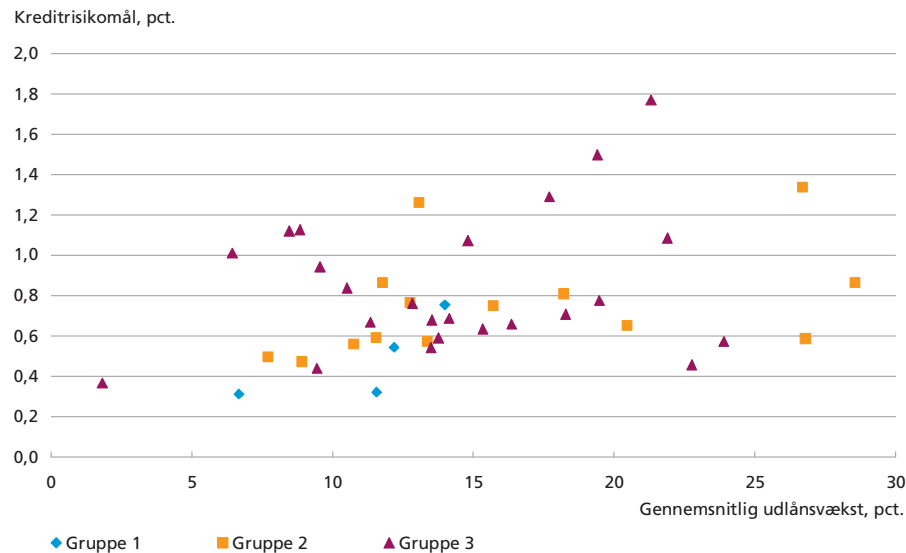


Anm.: Kreditrisikomålet er et mål for risikoen for tab i pengeinstitutternes udlånsporteføljer beregnet via Nationalbankens konkursindikatormodel. Beregningsmetoden er beskrevet i boks 5 om "Beregning af pengeinstitutters kreditrisiko i udlånsporteføljen" i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2006.

Kilde: Side 28 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2006.

SAMMENHÆNG MELLEM KREDITRISIKO OG GENNEMSNITLIG UDLÅNSVÆKST, 2002-05, PENGEINSTITUTTER I GRUPPE 1, 2 OG 3

Figur 6.4



Anm.: Udlånsvækst er beregnet som et gennemsnit af udlånsvæksten i årene 2002-05..

Kilde: Side 28 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2006.

SAMARBEJDSAFTALER OG ØVELSER I STYRING AF FINANSIELLE KRISER

Perioden fra slutningen af 1990'erne var generelt karakteriseret ved, at kreditinstitutter i mange lande fik et stigende omfang af aktiviteter over landegrænserne, jf. kapitel 4. Det øgede fokus på at etablere mere formaliserede samarbejdsrelationer mellem myndighederne på tværs af landegrænserne, især på områder som ikke var dækket af EU-lovgivningen.¹

Ved det uformelle møde i Ecofin-Rådet i Lissabon i april 2000 drøftede ministre og centralbankchefer den såkaldte Brouwer-rapport om finansiel stabilitet, der var udarbejdet af en ad hoc-gruppe under EU's Økonomiske og Finansielle Komité. I rapporten blev det bl.a. konkluderet, at der var behov for at styrke det praktiske samarbejde mellem tilsynsmyndigheder og centralbanker, bl.a. i form af øget informationsudveksling.² Rapporten blev i april 2001 fulgt op af endnu en rapport udarbejdet af "Brouwer-gruppen", der havde fokus på såvel kriseforebyggelse som krisehåndtering og behovet for øget samarbejde og formaliserede aftaler mellem de forskellige involverede myndigheder nationalt og internationalt.³

¹ Jf. kapitlet om "Filialer af udenlandske kreditinstitutter" i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2004.

² Jf. side 71 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet, Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2000.

³ Jf. side 83 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet, Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2001.

Nationalbanken hilste det øgede samarbejde om finansiel stabilitet på tværs af landegrænser velkommen og så det som en nødvendighed i en stadig mere globaliseret verden:

"Udviklingen i den finansielle sektor går i retning af stadig større enheder, der går på tværs af de traditionelle brancheopdelinger og på tværs af landegrænser. Det øger kravene til ledelsen af de pågældende koncerner og til myndighederne i de berørte lande, herunder til samarbejdet mellem myndighederne.

...

Når en filial er lige så stor som eller større end hjemlandsvirksomheden, eller en filial er så stor i det enkelte værtsland, at den har systemisk betydning og vil kunne påvirke den finansielle stabilitet i værtslandet, bør der etableres et meget tæt samarbejde mellem myndighederne på tværs af landegrænser, uanset der er tale om hjemlandstilsyn." ¹

Nationalbanken indgik derfor i årene efter årtusindskiftet en række internationale samarbejdsaftaler omkring arbejdet med finansiel stabilitet:

- Med virkning fra 1. marts 2003 indgik centralbanker og tilsynsmyndigheder inden for EU en aftale om informationsudveksling i tilfælde af en bankkrise. Formålet med aftalen var at sikre samarbejde og udveksling af information mellem tilsyn og centralbanker i EU i de indledende faser af en finansiel grænseoverskridende krise.²
- Tilsynsmyndigheder, centralbanker og finansministerier i EU indgik 1. juli 2005 en samarbejdsaftale om krisestyring. Aftalen omhandlede principper og procedurer for informationsudveksling mellem myndigheder i EU i tilfælde af en bankkrise, hvor der var risiko for, at krisen ville spredes til flere lande og samtidig ville have en systemisk karakter. For yderligere at styrke det grænseoverskridende samarbejde mellem myndighederne vedrørte aftalen ligeledes forhold som beredskabsplaner, stresstests og kriseøvelser.³
- Den 11. juni 2003 indgik centralbankerne i Danmark, Finland, Island, Norge og Sverige en aftale om håndtering af finansielle kriser. Aftalen skulle anvendes i tilfælde af en krise i en bank, som havde hjemsted i et af de nordiske lande, og som havde datterbank i mindst et andet nordisk land. Aftalen skulle derimod ikke anvendes, såfremt

¹ Citat fra side 81 og 87 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2003.

² Jf. side 55-56 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2003.

³ Jf. side 56 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2005.

den pågældende bank var repræsenteret i andre nordiske lande gennem filial.¹ Aftalen vedrørte først og fremmest en række praktiske spørgsmål. Det blev slået fast, at enhver centralbank kunne indkalde til møde i en krisehåndteringsgruppe bestående af repræsentanter fra alle centralbanker. Det blev endvidere skitseret, hvilken centralbank der skulle varetage den ledende rolle, og hvilke kontakter centralbankerne burde tage til nationale tilsynsmyndigheder, ministerier, bankledelser og andre parter. Det blev endelig specificeret, hvilke informationer der skulle indhentes og analyseres fra den berørte bank.²

Centralbankernes øgede fokus på finansiel stabilitet gav ligeledes behov for at afklare myndighedernes roller på nationalt plan. I foråret 2005 blev der indgået en samarbejdsaftale om finansiel overvågning mellem Nationalbanken, Finansministeriet, Økonomi- og Erhvervsministeriet samt Finanstilsynet. Aftalen bekræftede det eksisterende uformelle og pragmatiske samarbejde om at opretholde finansiel stabilitet og i påkommende tilfælde at koordinere aftaleparternes håndtering af finansielle kriser. Ansvar for samarbejdet blev forankret i et koordinationsudvalg for finansiel stabilitet med repræsentanter fra alle fire myndigheder. I henhold til aftalen indgik Nationalbanken og Finanstilsynet endvidere en bilateral samarbejdsaftale. Aftalen skulle bidrage til gennemsigtighed omkring samarbejdet, klarere arbejdsdeling, administrative lettelse samt viden- og informationsudveksling mellem de to myndigheder. Den omfattede tre underaftaler om henholdsvis stabiliteten i det finansielle system, finansiel statistik samt betalingssystemer og clearingcentraler.³

Samarbejdsaftalerne om finansiel stabilitet skulle ikke opfattes som manualer, facitlister eller håndbøger, som man slavisk kunne følge i tilfælde af finansielle kriser, men snarere som en slags huskelister. Alle kriser ville på en række punkter adskille sig fra de hidtidige erfaringer og måtte håndteres herefter. Men samarbejdsaftalerne gav nogle nyttige og systematiserede anvisninger på informationsudveksling og samarbejde i tilfælde af en systemisk krise. Endvidere bidrog aftalerne til et tættere praktisk samarbejde mellem myndighederne i perioder med ro i det finansielle system og skabte værdifulde netværk og kontakter, som kunne være afgørende i mere tilspidsede situationer. Det gjaldt ikke

¹ Jf. side 21 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2003.

² Jf. Nationalbankens pressemeddelelse "De nordiske centralbanker har indgået en aftale om håndtering af finansielle kriser" af 12. juni 2003 (optrykt på side 103-104 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2003).

³ Jf. side 56 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2005. Aftalen er optrykt på side 21-23 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2005.

mindst i forbindelse med de øvelser omkring håndteringen af simulerede finansielle kriser, som blev gennemført på nordisk plan og i EU-regi. Det var dog erfaringen, at der i forbindelse med håndteringen af konkrete bankkriser altid var specielle og situationsafhængige forhold, som det kunne være vanskeligt at forberede i sådanne typer af øvelser.

KAPITEL 7

Økonomisk og Monetær Union i EU, ØMU

DEN LANGE VEJ MOD EN FÆLLES VALUTA¹

Euroen blev indført som "kontopenge" i 1999 og som fysiske eurosedler og -mønter i 2002. Det var afslutningen på en lang proces mod en fælles valuta, som i realiteten gik mere end 30 år tilbage i tiden.

Tanken om en Økonomisk og Monetær Union, ØMU, i det europæiske fællesskab, EF, tog første gang rigtig form i 1970 med udarbejdelsen af den såkaldte Werner-plan.² EF bestod på det tidspunkt af Belgien, Frankrig, Holland, Italien, Luxembourg og Vesttyskland. Økonomisk set var udgangspunktet for planen, at der gennem 1960'erne i EF-landene havde hersket en høj grad af økonomisk fremgang og stabilitet. Valutakurserne blev holdt stabile inden for rammerne af Bretton Woods-systemet, hvor hver valuta var knyttet til den amerikanske dollar med et udsvingsbånd på +/- 1 pct. De europæiske lande havde endda på eget initiativ pålagt sig selv et lidt snævrere bånd på +/- 0,75 pct., og i praksis blev valutaerne holdt endnu mere stabile. I perioden 1962-68 var ingen af EF-landenes valutaer udsat for kursjustering. Dette billede af ro og stabilitet blev brudt i 1969, hvor den franske franc kom under massivt pres og til sidst måtte devalueres, mens D-marken blev revalueret.

På initiativ fra den tyske forbundskansler, Willy Brandt, blev det på et EF-topmøde i Haag, Holland, i december 1969 besluttet, at der skulle udvikles en plan med henblik på at få etableret en økonomisk og monetær union. Brandts ØMU-initiativ må til dels ses som et forsøg på at vise aktiv velvilje over for tættere samarbejde i EF som en slags kompensati-on til EF-partnerne, herunder ikke mindst Frankrig, som var bekymret over perspektiverne i Brandts nye dialog med Østtyskland ("Ostpolitik").

¹ Jf. Jens Thomsen, Udviklingen i det monetære samarbejde, *Samfundsøkonomen*, nr. 3, 1989; Jens Thomsen, Danmark og økonomisk og monetær union, *Dansk Udenrigspolitisk Årbog*, 1989; CEPR, *The Monetary Future of Europe*, papers from a conference 11.-12. december 1992, marts 1993; Jens Pagter Kristensen, Thomas Aslev Christensen og Gitte Wallin Pedersen, *Europæisk monetært samarbejde – fra EMS til ØMU*, Handelshøjskolens Forlag, 1998; Niels Bartholdy og Jens Thomsen, Euroen 2002, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2002; Daniel Gros og Niels Thygesen, *European Monetary Integration*, 2. udgave, Longman, 1998; Niels Thygesen, *Perspectives on Europe's Monetary Unification*, *EPRU-Analysis*, nr. 23, december 2004; Tommaso Padoa-Schioppa, *The Euro and Its Central Bank*, MIT Press, 2004; og Hanspeter K. Scheller, *The European Central Bank - History, role and functions*, 2. reviderede udgave, European Central Bank, 2006.

² Jf. side 167 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

Efter beslutningen i Haag blev der nedsat en ekspertgruppe under ledelse af Luxembourgs premierminister, Pierre Werner, med mandat til at udarbejde en plan for etableringen af ØMU. Werner-gruppen fremlagde sin rapport i oktober 1970, hvor gruppen skitserede "de nødvendige elementer" i en endelig ØMU. Disse omfattede fastlåste valutakurser, fuld liberalisering af kapitalbevægelserne, og en betydelig overførsel af økonomisk- og politisk kompetence fra nationalt niveau til fællesskabsniveau. Der skulle etableres et fælles "center for beslutninger om økonomisk politik" (herunder beslutninger om de enkelte landes finanslove), og en fælles centralbank. Rapporten foreslog en overgang til ØMU i tre faser frem til 1980, men indholdet af faserne blev kun løst skitseret.

Trods vedtagelsen af en resolution i EF's ministerråd i marts 1971¹ om at gennemføre Werner-planen i tre faser blev planen aldrig realiseret, og samme skæbne overgik de løse ØMU-planer, der indgik som en del af aftalen ved etableringen af Det Europæiske Monetære System, EMS, i 1979. Den tyske forbundskansler, Helmut Schmidt, lancerede ideen om EMS i foråret 1978, og tankerne var i første omgang kun drøftet med den franske præsident, Giscard d'Estaing.² Planen blev præsenteret for de øvrige EF-regeringsledere på et topmøde i København i april 1978, hvor den danske statsminister, Anker Jørgensen, førte formandskabet.

EMS indeholdt en hensigtserklæring om, at man inden for to år ville "gå videre" og etablere et "endeligt system" med oprettelsen af en europæisk monetær fond. Det sidste kunne tolkes på mange måder lige fra en pooling af en mindre andel af landenes valutareserver til etableringen af en egentlig fælles centralbank. Den nærmere fortolkning blev aldrig klar, idet planerne blev skrinlagt efter de første urolige år af EMS'ens levetid, jf. kapitel 1.³

Midten af 1980'erne var præget af et nyt momentum i integrationsprocessen i EF. Det resulterede i en ændring af Rom-traktaten i form af Den Europæiske Fælles Akt, som trådte i kraft i 1987 og dannede grundlaget for at etablere Det Indre Marked. Planerne om en videreudvikling mod en monetær union forblev på vågeblus indtil 1987/88. På en konference i Paris i december 1987 og i et efterfølgende memorandum i januar 1988 rejste den franske finansminister, Edouard Balladur, spørgsmålet om at etablere en fælleseuropæisk centralbank, og nogenlunde tilsvarende tanker blev fremlagt af den italienske finansminister, Giuliano

¹ Jf. side 19 i Økonomiministeriet, *Økonomisk og Monetær Union*, november 1989.

² Jf. side 139 f. i Valéry Giscard d'Estaing, *Le pouvoir et la vie*, Compagnie 12, 1988; og side 219-241 i Helmut Schmidt, *Die Deutschen und ihre Nachbarn. Menschen und Mächte II*, Siedler Verlag, 1990. Et mere generelt tilbageblik findes i Valéry Giscard d'Estaing og Helmut Schmidt, *The Future of Europe – views from Founding Fathers*. Discussion upon invitation of the European Central Bank moderated by Jean-Claude Trichet, Frankfurt am Main, 2. april 2009 (tilgængelig på ECB's hjemmeside).

³ Jf. European Commission, Documents relating to the European Monetary System, *European Economy*, nr. 12, juli 1982.

Amato, i februar 1988. Den tyske udenrigsminister, Hans-Dietrich Genscher, som siden foråret 1987 aktivt havde argumenteret for en økonomisk og monetær union og en europæisk centralbank, foreslog igen i februar 1988, at man arbejdede for at etablere et europæisk valutaområde og en fælleseuropæisk centralbank. Sidstnævnte skulle baseres på samme principper om uafhængighed, som gjaldt for Den Tyske Forbundsbank. Debatten blev fulgt op af den tyske finansminister, Gerhard Stoltenberg, i marts 1988 og Luxembourgs finansminister, Jacques F. Poos, i april 1988.¹

På EF-topmødet i Hannover i juni 1988 blev det besluttet at nedsætte en ekspertgruppe, som inden for et år skulle udarbejde en rapport med forslag om etableringen af en økonomisk og monetær union.

DELORS-KOMITEEN

Ekspertgruppen (Delors-komiteen) bestod af Europa-Kommissionens formand, Jacques Delors, centralbankcheferne fra de 12 EF-lande (med "personligt mandat"), yderligere et medlem af Kommissionen og tre uafhængige eksperter, heriblandt professor Niels Thygesen fra Københavns Universitet.

Delors-komiteen fremlagde sin rapport i april 1989. Rapporten beskrev, hvorledes en økonomisk og monetær union kunne etableres via tre faser med en stigende grad af forpligtelser for tilrettelæggelsen af medlemslandenes økonomiske politik. Rapporten var enstemmigt vedtaget af komiteens medlemmer.²

Enigheden skulle ses på baggrund af, at den endelige rapport fokuserede på, hvordan en økonomisk og monetær union kunne realiseres. Derimod afstod man i rapporten fra at drøfte fordele og ulemper ved en monetær union. Det var et emne, som havde været genstand for en del diskussion i komiteen. Tyskland, Holland og Danmark havde i diskussionerne taget afstand fra det meget rosenrøde billede af ØMU'ens betydning for vækst og velstand, som der på et tidspunkt var ved at tegne sig.³

Endvidere var det afgørende for Tyskland, at rapporten ikke lagde op til, at de nationale centralbanker skulle afgive deres pengepolitiske selv-

¹ Jf. side 66-69 i Erik Hoffmeyer, Decisionmaking for European Economic and Monetary Union, Group of Thirty, *Occasional Paper*, nr. 62, 2000; side 311-312 i Daniel Gros og Niels Thygesen, *European Monetary Integration*, Longman, 1992; og Jens Pagter Kristensen, Den Europæiske Centralbank, *Samfundsøkonomen*, nr. 6, 1988.

² Bortset fra et enkelt punkt om oprettelse af en europæisk reservefond allerede i 1. fase, jf. Erik Hoffmeyers indlæg om Delors-rapporten i Nationaløkonomisk Forening den 2. maj 1989 (optrykt på side 19-22 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Maj 1989).

³ Jf. side 70 i Erik Hoffmeyer, Decisionmaking for European Economic and Monetary Union, Group of Thirty, *Occasional Paper*, nr. 62, 2000.

stændighed før den 3. og endelige fase af ØMU'en,¹ og at planerne for Den Europæiske Centralbank, ECB, og dens pengepolitik i høj grad var modelleret med Den Tyske Forbundsbank som forbillede.

Det var først og fremmest de monetære aspekter af unionen (fælles valuta og fælles pengepolitik), som var blevet drøftet i Delors-komiteen. Der blev dog også lagt vægt på, at den generelle økonomiske politik var i overensstemmelse med en monetær union. Det gjaldt ikke mindst finanspolitikken. Mens det var forholdsvis let at specificere, hvordan en fælles centralbank skulle oprettes og organiseres, var det betydelig vanskeligere at klargøre, hvordan den øvrige økonomiske politik skulle koordineres. Og modsat Werner-rapporten blev der i Delors-rapporten ikke foreslået at oprette en særlig institution til at udforme den generelle økonomiske politik.²

På mange punkter var Delors-rapporten kun en skitse og derfor upræcis. Det gjaldt bl.a. beskrivelsen af indholdet af "2. fase". Men med hensyn til de overordnede linjer kom Delors-rapportens skitse til at svare til det, som senere blev realiseret.

1. FASE AF ØMU

På baggrund af Delors-rapporten blev det på EF-topmødet i Madrid i juni 1989 vedtaget, at 1. fase af ØMU'en med et styrket monetært samarbejde kunne påbegyndes den 1. juli 1990 samtidig med, at helt frie kapitalbevægelser skulle være gennemført i de fleste EF-lande. Sidstnævnte var en vigtig betingelse fra tysk side for at gå videre med ØMU-processen.

Den væsentligste målsætning for den 1. fase af ØMU'en var en øget ensartethed i den økonomiske udvikling, som skulle tilvejebringes gennem en bedre samordning af den økonomiske politik i medlemslandene. Grundlaget for at styrke det økonomisk-politiske samarbejde blev to ministerrådsbeslutninger i marts 1990³. På det monetære område blev rammen for samarbejdet styrket ved en ændring af mandatet for Centralbankchefkomiteen⁴. Mandatet blev udvidet med sigte på øget drøftelse af tilrettelæggelsen af pengepolitikken i medlemslandene. Desuden skulle Centralbankchefkomiteens udadvendte virksomhed styrkes ved at afgive beretninger og udtalelser om pengepolitikken i EF og om

¹ Jf. side 72 i Erik Hoffmeyer, *Decisionmaking for European Economic and Monetary Union*, Group of Thirty, *Occasional Paper*, nr. 62, 2000.

² Jf. Erik Hoffmeyers indlæg om Delors-rapporten i Nationaløkonomisk Forening den 2. maj 1989 (optrykt på side 19-22 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Maj 1989).

³ Jf. side 17-18 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1990.

⁴ Centralbankchefkomiteen var oprindeligt blevet oprettet i 1964 som forum for samarbejde mellem EF-landenes centralbanker.

øvrige økonomisk-politiske beslutninger, som kunne indvirke på den monetære udvikling.

På EF-topmødet i Strasbourg i december 1989 blev det besluttet inden udgangen af 1990 at indlede en regeringskonference, som skulle udarbejde de tekstmæssige ændringer til Rom-traktaten, der var nødvendige for at videreføre ØMU'en efter den 1. fase. En sideløbende regeringskonference skulle behandle den politiske union.¹

REGERINGSKONFERENCEN OM ØMU

Regeringskonferencen om ØMU blev indledt i Rom i december 1990 og fortsatte i 1. halvår 1991 med månedlige møder på ministerniveau. Til brug for drøftelserne afgav bl.a. Den Monetære Komité² og Kommissionen rapporter. Endvidere udarbejdede Centralbankchefkomiteen efter anmodning fra Ecofin-Rådet³ et udkast til statutter for Den Europæiske Centralbank, ECB, som skulle stå for den fælles pengepolitik i den 3. fase af ØMU'en, jf. boks 7.1. Ved konferencens begyndelse fremlagde Kommissionen et udkast til traktatændringer, som byggede på resultaterne af det forberedende arbejde i de forskellige fora.⁴ Endvidere fremlagde flere af medlemslandene selvstændige forslag som input til drøftelserne.

På regeringskonferencen om ØMU skulle der opnås enighed om det mere konkrete indhold af ØMU'en på en række punkter. Et af de væsentligste udestående spørgsmål vedrørte ECB's kompetencer i forhold til de politiske myndigheder til at gennemføre valutapolitikken over for landene uden for EF (især USA og Japan). Der var enighed om, at kurssystemet og eventuelle centralkurser skulle fastlægges af de politiske myndigheder, mens den daglige administration skulle overlades til ECB. Der var imidlertid ikke enighed om, hvor grænsen skulle drages, herunder i hvilken udstrækning ECB skulle kunne sige fra ved politiske ønsker om valutainterventioner, som kunne bringe den pengepolitiske stabilitet i fare.⁵ Løsningen blev, at valutakurspolitik skulle være politisk bestemt, men at ECB ikke skulle være forpligtet til at intervenere, hvis det kunne true målsætningen om prisstabilitet.⁶ Ex post viste spørgsmålet om valu-

¹ Jf. side 12 i Økonomiministeriet, *Økonomisk og Monetær Union III*, september 1991.

² Den Monetære Komité var et rådgivende udvalg i EF bestående af to repræsentanter fra hvert medlemsland (én fra centraladministrationen og én fra centralbanken) og to repræsentanter fra EF-Kommissionen. Den Monetære Komité havde primært til formål at forberede møderne i Ecofin og rådgive ministrene. Med ikrafttrædelsen af den 3. fase i ØMU'en i 1999 blev Den Monetære Komité opløst og erstattet af Det Økonomiske og Finansielle Udvalg, EFC.

³ EF's (og senere EU's) Ministerråd bestående af økonomi- og finansministre.

⁴ Jf. side 17-20 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1990. Europa-Kommissionens traktatudkast af 10. december 1990 er optrykt som bilag 5 i Økonomiministeriet, *Økonomisk og Monetær Union II*, januar 1991.

⁵ Jf. side 21-22 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1990; og side 10 i Økonomiministeriet, *Økonomisk og Monetær Union II*, januar 1991.

⁶ Jf. side 96 i Erik Hoffmeyer, *Decisionmaking for European Economic and Monetary Union, Group of Thirty, Occasional Paper*, nr. 62, 2000.

CENTRALBANKCHEFKOMITEENS FORSLAG TIL STATUTTER FOR ECB

Boks 7.1

Centralbankchefkomiteens udkast til statutterne for Den Europæiske Centralbank, ECB, blev fremlagt i november 1990. Under regeringskonferencen blev udkastet udbygget, men indholdet i den endelige traktat kom til at ligge tæt op af forslaget fra Centralbankchefkomiteen:

- Den væsentligste målsætning for pengepolitikken i det fælles valutaområde skulle være at sikre prisstabilitet. I det omfang det var foreneligt med prisstabiliteten, skulle den generelle økonomiske politik i Fællesskabet understøttes. Systemet skulle handle på en måde, som var forenelig med frie og konkurrenceprægede markeder.
- Et andet afgørende element var princippet om uafhængighed. Hverken ECB eller medlemmerne af dets besluttende organer måtte være underlagt nogen form for politiske instruktioner under udførelsen af deres opgaver.
- Endvidere skulle ECB fuldt ud have rådighed over de nødvendige pengepolitiske instrumenter.
- Gennemførelsen af pengepolitikken skulle så vidt muligt ske decentralt gennem de nationale centralbanker i det fælles valutaområde i overensstemmelse med subsidiaritetsprincippet.
- Som en modvægt til den udstrakte grad af uafhængighed var der en række bestemmelser, der skulle sikre den demokratiske kontrol og indseende med ECB. ECB skulle fungere med hjemmel i traktaten, hvis indhold var en politisk afgørelse. Desuden skulle Styrelsesrådets medlemmer være udnævnt via det politiske system, som dog skulle lægge vægt på, at personerne var værdige i almindeligt omdømme og havde professionel erfaring i monetære forhold eller i bankvæsen.
- Formanden for Ecofin-Rådet og et medlem af Kommissionen skulle desuden have adgang til at deltage i Styrelsesrådets møder, dog uden stemmeret.
- Endvidere skulle ECB regelmæssigt informere om sin virksomhed, herunder ved høringer i Europa-Parlamentet og ved udsendelse af en årsberetning.

Kilde: Komiteen af centralbankchefer, UDKAST til Statut for Det Europæiske Centralbank-system og for Den Europæiske Centralbank (officiel oversættelse) (optrykt som bilag 2 i Økonomiministeriet, *Økonomisk og Monetær Union II*, januar 1991).

tapolitik sig dog ikke at få den store betydning. ECB har siden euroens indførelse i 1999 kun i få tilfælde intervenseret i valutamarkedet.¹

Et andet spørgsmål vedrørte den generelle økonomiske politik (bortset fra pengepolitik). Fra fransk side blev der fremført tanker om "gouvernement économique" som en politisk modvægt til ECB. Ministerrådet skulle således kunne formulere retningslinjer for den økonomiske politik, som skulle være bindende for medlemslandene og på en ikke-speci-

¹ Med henvisning til valutakursudviklingens mulige konsekvenser for verdensøkonomien intervenserede ECB sammen med centralbankerne i USA, Japan, Canada og Storbritannien i september 2000 til støtte for euroen. ECB intervenserede yderligere nogle gange i den første del af november 2000, jf. side 44 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000; og side 43 i ECB, *Monthly Bulletin. 10th Anniversary of the ECB*, 2008.

ficeret måde også for ECB. Her nåede man dog frem til, at Ecofin kun kunne fastlægge ikke-bindende retningslinjer for medlemslandene.¹

Omfanget af ECB's kompetencer på tilsynsområdet blev ligeledes debatteret. Resultatet blev, at ECB ikke umiddelbart skulle have udøvende tilsynsfunktioner, men alene have rådgivende funktioner i forbindelse med tilsynet med finansielle institutioner. Maastricht-traktaten indeholdt dog følgende bestemmelse:

"Rådet kan ... overdrage Den Europæiske Centralbank specifikke opgaver i forbindelse med politikker vedrørende tilsyn med kreditinstitutter og andre finansielle institutioner bortset fra forsikringselskaber."²

Det var ligeledes vanskeligt at opnå enighed om de konkrete kriterier for økonomisk konvergens, som skulle gælde for deltagerne i ØMU'ens 3. fase, herunder ikke mindst grænseværdierne for offentligt budgetunderskud og offentlig gæld.³ Konkret nåede man frem til de fire konvergenskriterier for overgangen til 3. fase, som er omtalt i boks 7.2.

Storbritannien fastholdt under forhandlingsforløbet, at man ikke var enig i, at det økonomiske og monetære samarbejde burde føre til en 3. fase med fælles valuta og fælles pengepolitik. I stedet havde Storbritannien et forslag om en hård ecu udstedt af en Europæisk Monetær Fond allerede i den 2. fase. Den hårde ecu skulle være kendetegnet ved aldrig at kunne blive nedskrevet over for de nationale valutaer i fællesskabet. Det skulle herefter være op til markederne at afgøre, om denne nye valuta ville få nogen særlig anvendelse. Tanken om at styrke ecuen blev generelt modtaget positivt af de øvrige lande, men det britiske forslag kunne som helhed ikke vinde tilslutning.⁴

Danmark foreslog under forhandlingerne, at udsvingsgrænserne i ERM-systemet blev indsnævret til +/- 1,5 pct. ved indgangen til ØMU'ens 2. fase for at fremme den økonomiske konvergens.⁵ Forslaget kunne dog ikke vinde tilstrækkelig tilslutning og blev ikke en del af den endelige traktat. Flere lande fandt, at forslaget var vanskeligt at forene med Basel-Nyborg-aftalen fra 1987, hvor det var blevet aftalt at udnytte syste-

¹ Jf. side 96 i Erik Hoffmeyer, Decisionmaking for European Economic and Monetary Union, Group of Thirty, *Occasional Paper*, nr. 62, 2000; og side 221-255 i Kenneth Dyson og Kevin Featherstone, *The Road to Maastricht*, Oxford University Press, 1999.

² Lissabon-traktatens artikel 127.

³ Jf. side 51-52 i Økonomiministeriet, *Økonomisk og Monetær Union III*, september 1991.

⁴ Jf. side 19 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1990; side 21-24 i Økonomiministeriet, *Økonomisk og Monetær Union II*, januar 1991; side 10 i Økonomiministeriet, *Økonomisk og Monetær Union III*, september 1991; og Erik Hoffmeyers indlæg, The ECU in the Process towards Economic and Monetary Union ved konference afholdt i forbindelse med årsmøde i København i Association Bancaire Pour l'ECU den 21. juni 1991 (optrykt på side 15-18 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, August 1991).

⁵ Jf. side 23-24 i Økonomiministeriet, *Økonomisk og Monetær Union III*, september 1991.

**MAASTRICHT-TRAKTATENS KONVERGENSKRITERIER FOR OVERGANGEN
TIL 3. FASE AF ØMU'en**

Boks 7.2

- Som hovedregel måtte det offentlige budgetunderskud ikke overstige 3 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, og den offentlige bruttogæld ikke overstige 60 pct. af BNP. Kriterierne indeholdt dog en vis fleksibilitet. For det første var referenceværdien for det offentlige budgetunderskud ikke absolut. Det kunne anses for acceptabelt, hvis procentdelen var faldet væsentligt og vedvarende og havde nået et niveau, som lå tæt på referenceværdien. Endvidere var det af betydning, om afvigelsen fra referenceværdien kunne karakteriseres som midlertidig og exceptionel. For det andet var kriteriet omkring den offentlige bruttogæld heller ikke absolut. Det kunne være tilstrækkeligt, hvis andelen var faldende og nærmede sig 60 pct. af BNP med en tilfredsstillende hastighed.
 - Inflationen målt ved væksten i forbrugerpriserne i forhold til samme måned året før måtte i gennemsnit over en periode på et år forud for undersøgelsen ikke have været mere end 1,5 procentpoint højere end for de – højst tre – medlemslande, der havde opnået de bedste resultater med hensyn til pristabilitet.
 - Renten for lange statsobligationer eller tilsvarende papirer måtte i gennemsnit for en periode på et år før undersøgelsen ikke have været mere end 2 procentpoint højere end for de – højst tre – medlemslande, der havde opnået de bedste resultater med hensyn til pristabilitet.
 - Landet skulle have overholdt de normale udsvingsgrænser i ERM i mindst to år uden devaluering over for andre medlemsstaters valutaer.
-

mets båndbredde, så valutaspekulation var forbundet med usikkerhed om de fremtidige valutakursbevægelser, jf. kapitel 1.

MAASTRICHT-TRAKTATENS TILBLIVELSE

På EF-topmødet i Maastricht i Holland den 9.-11. december 1991 blev stats- og regeringscheferne enige om det traktatudkast, der skulle ændre de eksisterende EF-traktater til traktaten om Den Europæiske Union, EU. Udkastet blev underskrevet den 7. februar 1992 i Maastricht, og den nye traktat skulle træde i kraft efter godkendelse i de enkelte medlemslande.¹

I henhold til det endelige traktatudkast skulle den sidste og 3. fase af ØMU'en med fælles pengepolitik og indførelse af en fælles valuta senest være gennemført den 1. januar 1999, og i princippet skulle alle medlemslande, som opfyldte betingelserne herfor i form af konvergens i prisudvikling, valuta- og renteforhold samt offentlig budget- og gælds-situation, deltage i den 3. fase.

Så sent som i oktober 1991 havde det tegnet til, at de politiske forhandlinger ville munde ud i et princip om, at intet medlemsland ville bli-

¹ Jf. side 9 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1991.

ve tvunget til at deltage i ØMU'ens 3. fase mod sin vilje.¹ På et sent tidspunkt under forhandlingerne blev det på fransk og italiensk initiativ gjort obligatorisk for landene at deltage i den 3. fase, såfremt de opfyldte kriterierne. Storbritannien og Danmark fik derfor i det endelige traktatudkast særlige protokoller, som på hver deres måde gav mulighed for ikke at deltage i den 3. fase. Danmark fik med en "Protokol om visse bestemmelser vedrørende Danmark" en traktatfæstet ret til ikke at deltage i 3. fase. Såfremt Danmark ikke ønskede at deltage i 3. fase, ville landet i stedet blive underlagt de undtagelser og regler, som Maastricht-traktaten fastlagde for lande, der ikke kvalificerede sig til 3. fase, de såkaldte dispensationslande. Storbritannien fik ligeledes med en protokol en traktatmæssig ret til ikke at deltage i den 3. fase. Storbritannien ville da ikke få status af dispensationsland, men være underlagt lidt flere undtagelser end dem, der ville gælde for dispensationslandene.²

De følgende to år frem til den endelige ratifikation af Maastricht-traktaten i alle medlemslande blev særdeles turbulente. I 1992 opstod der betydelig uro i det europæiske valutasamarbejde, jf. kapitel 1, og i tilknytning hertil bredte der sig en usikkerhed om, hvorvidt ØMU-planerne overhovedet ville blive realiseret, eller om de ville lide skibbrud, sådan som det var blevet skæbnen for tidligere ØMU-planer i EF.

Folkeafstemningen om Maastricht-traktaten i Danmark i juni 1992 endte med et snævert "nej", og en fransk folkeafstemning i september 1992 gav kun et snævert "ja". Et dansk udspil til afklaring af forholdet til Maastricht-traktaten dannede grundlag for, at der på EF-topmødet i Edinburgh i december 1992 blev opnået enighed om en løsning med danske særordninger og erklæringer på fire af Maastricht-traktatens områder, herunder den fælles valuta, jf. kapitel 8.

Maastricht-traktaten trådte i kraft den 1. november 1993. Ud over bestemmelserne om ØMU'en indeholdt den nye traktat bl.a. bestemmelser om fælles udenrigs- og sikkerhedspolitik og samarbejde vedrørende retlige og indre anliggender.

2. FASE AF ØMU

Den 2. fase af ØMU'en blev indledt den 1. januar 1994. Hermed var det ikke længere tilladt at finansiere underskud på de offentlige finanser via lån i centralbanken.³ Der var ligeledes forbud mod, at den offentlige

¹ Jf. side 29 i Økonomiministeriet, *Økonomisk og Monetær Union III*, september 1991.

² Jf. side 25 i Økonomiministeriet, *Økonomisk og Monetær Union IV*, januar 1992; og side 80 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998.

³ Forbuddet mod monetær finansiering hindrer ikke intradag-kredit til den offentlige sektor, men kreditten skal være udlignet ved dagens slutning. Det er ligeledes en følge af forbuddet, at centralbankerne ikke må købe statspapirer direkte af staten, jf. side 57-60 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1993.

sektor havde privilegeret adgang til at låne i private finansielle institutioner, så der kunne lånes på gunstigere vilkår end markedsvilkårene. Endvidere skulle medlemslandene modvirke uforholdsmæssigt store budgetunderskud på de offentlige finanser. Under normale forhold måtte det offentlige budgetunderskud ikke udgøre mere end 3 pct. af BNP, og det skulle tilstræbes, at den offentlige bruttogæld ikke oversteg 60 pct. af BNP.

Med iværksættelsen af 2. fase blev Det Europæiske Monetære Institut, EMI, oprettet. EMI skulle videreføre det samarbejde mellem medlemslandenes centralbanker, der hidtil var foregået i regi af Centralbankchefkomiteen, og forberede grundlaget for den fælles valuta og den fælles pengepolitik i den 3. fase af ØMU'en, jf. boks 7.3. Endvidere havde medlemslandene pligt til at høre EMI ved udarbejdelse af national lovgivning inden for de områder, der havde relation til EMI's kompetence.

I løbet af 1995 blev det stadig mere klart, at 3. fase af ØMU'en ikke kunne indledes den 1. januar 1997, som ifølge Maastricht-traktaten var det først mulige tidspunkt. En forudsætning for start i 1997 var, at et flertal af landene forud kunne opfylde konvergenskriterierne. Det var imidlertid ikke tilfældet. Eksempelvis var det kun Danmark, Irland og Luxembourg, som vurderet på baggrund af tal for 1995 opfyldte konvergenskravet om et offentligt budgetunderskud på højst 3 pct. af BNP, og Danmark havde allerede meddelt, at man ikke agtede at deltage i den 3. fase. På Madrid-topmødet i december 1995 blev det bekræftet, at det nu var målsætningen, at den 3. fase af ØMU'en skulle indledes den 1. januar 1999.¹ På Det Europæiske Råds møde i Dublin i 1996 blev det formelt bekræftet, at der ikke var et flertal af medlemslande, som opfyldte betingelserne for at indlede overgangen til den fælles valuta allerede i 1997.²

Med etableringen af EMI var der dog skabt en institution, som målrettet arbejdede på at forberede de næste faser i ØMU-processen. Kommissionen fremlagde i foråret 1995 en grønbog³ om de praktiske aspekter i forbindelse med at indføre den fælles valuta, og på Madrid-topmødet i december 1995 vedtog man en række væsentlige præciseringer af det videre forløb. Betegnelsen for den kommende fælles valuta blev på foranledning af Tyskland ændret fra ecu til euro, og man fik på baggrund af et oplæg fra EMI lagt en plan for den faseopdelte indførelse af den

¹ Jf. side 71 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1995.

² Jf. side 70 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1996.

³ En "grønbog" er "... betegnelsen for et dokument fra Kommissionen, der analyserer spørgsmål og angiver mulige foranstaltninger i EU-regi. Grønbogen fungerer som en slags diskussionsgrundlag. Formålet er at skabe debat og starte en høringsprocedure på området." (Kilde: Folketingets EU-oplysnings hjemmeside).

DET FORBEREDENDE ARBEJDE I EMI I ØMU'ens 2. FASE

Boks 7.3

Hovedpunkterne i det forberedende arbejde, der blev udført af EMI i samarbejde med medlemslandenes centralbanker i 2. fase af ØMU'en, var følgende (jf. Maastricht-traktatens protokol om statuten for Det Europæiske Monetære Institut):

- Analyse af potentielt mulige strategier for den fælles pengepolitik i 3. fase.¹
- Forberedelse af et sæt pengepolitiske instrumenter og procedurer, der kunne anvendes til at implementere den fælles pengepolitik i 3. fase.²
- Forberedelse af det betalingsystem, der skulle gøre det muligt at implementere den fælles pengepolitik i 3. fase og fremme en hurtig og sikker gennemførelse af grænseoverskridende betalinger i den fælles valuta.³
- Forberedelse af de tekniske og designmæssige specifikationer for de fysiske pengesedler, der skulle introduceres i den 3. fase.⁴
- Forberedelse af den harmoniserede monetære og finansielle statistik, der skulle danne grundlag for at udføre den fælles pengepolitik i 3. fase.⁵
- Udvikling af en ramme for ECB's interventioner i valutamarkedet i 3. fase og for styringen af valutareserverne i ECB og de medlemslande, som skulle deltage i den fælles valuta.⁶
- Forberedelse af et sæt harmoniserede regnskabsregler for eurolandenes centralbanker.
- Forberedelse af kommunikations- og informationssystemer i relation til ECB's udførelse af operationer i penge- og valutamarkedene.
- Identifikation af områder, hvor ECB kunne bidrage til tilsynsarbejdet i medlemslandene og fremme den finansielle stabilitet.

Endvidere stod EMI i samarbejde med især Kommissionen og Den Monetære Komité for:

- Formulering af et overgangsscenario for introduktionen af den fælles valuta.⁷
- Udvikling af en ramme for valutasamarbejdet mellem landene i den fælles valuta og andre EU-lande, jf. kapitel 2.
- Overvågning af medlemslandenes fremskridt med hensyn til økonomisk og juridisk konvergens samt tekniske forberedelser i forbindelse med indførelsen af den fælles valuta.
- Bidrag til at udarbejde det nødvendige EU-retlige grundlag vedrørende 3. fase.
- Assistance til den private finansielle sektor med at udvikle strukturer og procedurer, der kunne fremme integrationen af de finansielle markeder i det fælles valutaområde.

¹ Jf. Christian Thygesen, Pengepolitisk strategi i 3. fase af ØMU, *Kvartalsoversigt*, November 1996.

² Jf. Hugo Frey Jensen, De pengepolitiske instrumenter i fase III af Den Økonomiske og Monetære Union, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Februar 1996.

³ Jf. Danmarks Nationalbank, Offentliggørelse af rapport om TARGET, *Kvartalsoversigt*, August 1996.

⁴ Jf. Winnie Jakobsen, Sedler og mønter i ØMU'ens 3. fase, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1997.

⁵ Jf. Kim Abildgren, Kommende EU-statistikker på det finansielle område, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, August 1996.

⁶ Jf. Kristian Kjeldsen, ECB's ejerforhold og reserver, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2000.

⁷ Jf. Per Bertram, Overgangen til Den Økonomiske og Monetære Union's 3. fase, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, November 1995; Majken Köhler, EU-landenes eventuelle overgang til euroområdet senere end 1. januar 1999, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 1997; og Winnie Jakobsen, Fastlåsning af valutakurserne, når ØMU'en starter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1997.

DE SYV EUROSEDLER INDFØRT 1. JANUAR 2002

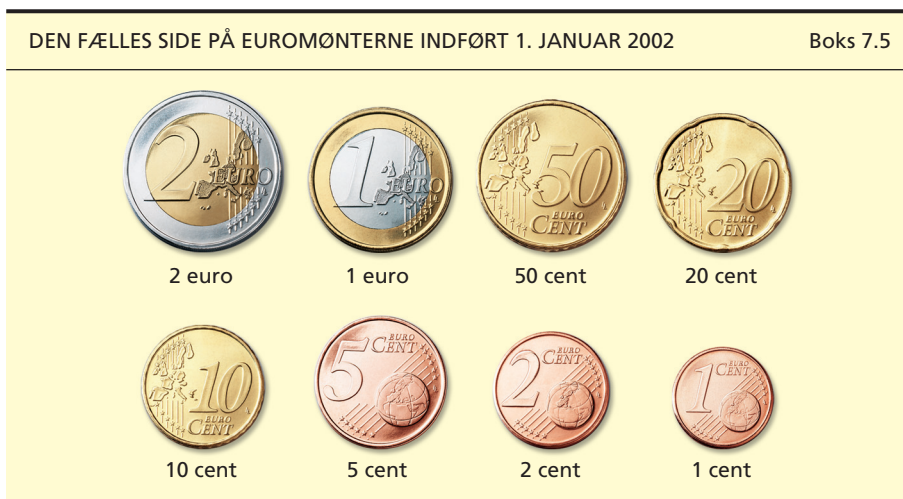
Boks 7.4



fælles valuta. Det viste sig senere, at tidsplanen kom til at svare ganske nøje til den faktisk realiserede plan. Den indebærer udvælgelse af deltagerlande og etablering af ECB i 1998, overgang til euro i form af kontopenge i 1999 og indførelse af fysiske sedler og mønter i euro i 2002, jf. boks 7.4 og 7.5.

Udvælgelsen af deltagerne i euroområdet fandt sted i foråret 1998.¹ Den 25. marts 1998 offentliggjorde EMI og Europa-Kommissionen hver

¹ Jf. side 84-85 og 131-132 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998.



Anm.: Mens sedlerne er ens i alle landene, har mønterne både en national side og en fælles side. Uanset den nationale side kan alle euromønter anvendes i alle lande i euroområdet.

deres rapport om de 15 EU-landes konvergenssituation.¹ Disse omfattende konvergensrapporter dannede udgangspunkt for udvælgelsesproceduren som beskrevet i Maastricht-traktaten. Ud over en vurdering af medlemslandenes konvergens med hensyn til de fire kriterier i boks 7.2 indeholdt Maastricht-traktaten krav om, at hvert medlemsland skulle sørge for, at dets nationale lovgivning var forenelig med traktaten og statutten for ECB. Det gjaldt ligeledes statutterne for medlemslandenes centralbanker, og alle eurolandene var gennem revisioner af deres centralbanklovgivning for at sikre opfyldelsen af disse krav.²

Vurderingerne af konvergensrapporterne førte til, at Europa-Kommissionen indstillede 11 lande (Belgien, Finland, Frankrig, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Tyskland, Spanien og Østrig) til at deltage i ØMU'ens 3. fase. På denne baggrund afgjorde EU's stats- og regeringschefer 1.-3. maj 1998 på anbefaling af Ecofin-Rådet, at de 11 lande skulle deltage i den 3. fase fra begyndelsen den 1. januar 1999. EMI blev nedlagt ved etableringen af ECB den 1. juni 1998.

Det nye momentum, der var skabt med etableringen af EMI, viste sig at have en betydelig selvforstærkende dynamik. Så sent som i 1996 ville de færreste have gættet på, at 11 lande ville være i stand til at klare konvergenskravene til de offentlige budgetter allerede ved udvælgelsen i 1998. Men tilliden til processen medvirkede til betydelige rentefald i lande med stor renteforskel til Tyskland, hvilket i sig selv medførte kon-

¹ Det Europæiske Monetære Institut, *Konvergensrapport. Udarbejdet i henhold til artikel 109j i Traktaten om Det Europæiske Fællesskab*, marts 1998; og Commission of the European Communities, *EURO 1999. Report on progress towards convergence and recommendation with a view to the transition to the third stage of economic and monetary union*, marts 1998.

² Jf. side 131 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1998*.

solidering af de offentlige budgetter frem til 1997. Konsolideringen var tilstrækkelig til, at alle de lande, som opfyldte valutakurskriteriet og ønskede at deltage fra starten i 1999, også kunne opfylde konvergenskravene. Dog blev bestemmelsen om offentlig bruttogæld lempeligt fortolket, idet Belgien og Italien havde en offentlig bruttogæld på over 100 pct. af BNP og flere andre lande en gæld på over 60 pct. af BNP.

Set i bakspejlet var det bemærkelsesværdigt, hvor holdbare retningslinjerne i Maastricht-traktaten viste sig at være. For selve processen for indførelse af ØMU'en viste præciseringerne i Madrid-konklusionerne i 1995 sig at være tilstrækkelige. For den monetære del var der ikke behov for nogen væsentlige ændringer.

For den generelle økonomiske politik blev traktatens regler i 1997 efter tysk ønske suppleret med indgåelsen af stabilitets- og vækstpagten. Det var med til at dæmpe den interne modstand i Tyskland og understøtte den stigende tillid til projektet.¹ Her var der imidlertid ikke tale om at ændre traktatens bestemmelser, men om en række præciseringer af regelsættet for saldoen på de offentlige budgetter og tilføjelse af nogle ikke-bindende krav til den offentlige budgetsaldo på mellemlangt sigt.

Hertil kom etableringen i 1998 af den uformelle eurogruppe bestående af Ecofin-ministre fra de lande, som deltog i euroen. Dette skridt afspejlede primært, at man i traktaten ikke helt havde afklaret samspillet mellem de deltagende og de ikke-deltagende lande.²

HVORFOR LYKKEDES DET DENNE GANG AT FÅ SKABT EN ØMU?

En række faktorer var afgørende for, at ØMU-initiativet denne gang blev gennemført med succes i modsætning til fx Werner-planen:

- Af særlig betydning var først og fremmest fastlæggelsen af faste datoer, først for igangsættelsen af regeringskonferencerne og traktatrevisionen, og siden for det seneste tidspunkt for at igangsætte ØMU'ens 3. fase med indførelse af euroen.

¹ Ifølge stabilitets- og vækstpagten kunne eurolandene pålægges sanktioner – i første omgang krav om deponering af et ikke-rentebærende beløb – hvis de ikke gjorde tilstrækkeligt for at korrigere et for stort budgetunderskud. Landene uden for euroområdet, herunder Danmark, var underlagt pagtens målsætninger og krav på lige fod med deltagerlandene, men kunne ikke pålægges sanktioner ved manglende opfyldelse, jf. side 79-80 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1997. En række forskellige aspekter af stabilitets- og vækstpagten er nærmere behandlet i Anne Brunila, Marco Buti og Daniele Franco (red.), *The Stability and Growth Pact*, Palgrave, 2001.

² Stats- og regeringscheferne i EU vedtog på Det Europæiske Råds møde den 17.-18. juni 2004 traktaten om en forfatning for Europa, hvori eurogruppen formelt var indskrevet, jf. Tina Winther Frandsen, Forfatningstraktaten og ØMU'en, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2004. I maj og juni 2005 sagde vælgerne ved folkeafstemninger i henholdsvis Frankrig og Holland nej til traktaten. Efter folkeafstemningerne erklærede Det Europæiske Råd i juni 2005 tænkepause for at tage traktaten og ratifikationsprocessen op til revision, jf. side 46 i Dansk Institut for Internationale Studier, *De danske forbehold over for Den Europæiske Union*, 2008. Den 13. december 2007 kunne EU's stats- og regeringschefer underskrive Lissabon-traktaten, hvor eurogruppen er nævnt i en protokol, jf. side 16-17 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2007. Lissabon-traktaten trådte i kraft i december 2009.

- Med etableringen af EMI i 1994 var der skabt en institution, som målrettet kunne arbejde på forberedelsen af de næste faser i ØMU-processen.
- Maastricht-traktaten gav meget specifikke retningslinjer for gennemførelsen af de første faser i overgangsprocessen og opbygningen af den nye fælles centralbank, hvilket utvivlsomt var af afgørende betydning.
- Samtidig blev det accepteret, at man ikke nødvendigvis skulle have alle lande med. Storbritannien og Danmark fik en "opt out"-klausul i form af en traktatfæstet ret til at stå uden for euroen¹, og konvergenskravene indebar, at der kunne være lande, som ikke kvalificerede sig. Dette byggede på erfaringerne fra først valutaslangen og siden valutakursmekanismen, ERM, i EMS, hvor man – modsat de øvrige dele af EF-systemet – havde vænnet sig til, at ikke alle lande deltog.
- Der havde desuden frem til slutningen af 1980'erne, og yderligere op gennem 1990'erne, været en form for "mental" konvergensproces i medlemslandene omkring prioriteterne i den økonomiske politik. Først i centralbankerne, hvor det efterhånden stod klart, at Den Tyske Forbundsbanks fokusering på at bekæmpe inflation var den bedste strategi, som de øvrige med fordel kunne følge. I første omgang skete det via fastkurspolitik over for D-mark, hvor valutakrisen i 1992-93 imidlertid havde vist, at ERM-samarbejdet ikke var en robust løsning. Siden hos regeringerne, som gradvis blev enige om fordelene ved en stabilitetsorienteret økonomisk politik baseret på en ansvarlig finanspolitik.
- Samtidig var Delors-rapporten præget af en større grad af politisk realisme sammenlignet med tidligere initiativer ved ikke at kræve centralisering af finanspolitikken og et stærkt forøget EF-budget. Centralbankerne i de lande, som deltog i ERM, havde alle, på nær Den Tyske Forbundsbank, allerede de facto afgivet deres pengepolitiske suverænitæt, hvorfor overgangen til fælles valuta fra deres synsvinkel primært ville give øget indflydelse. I kraft af, at rapporten var enstemmigt vedtaget, opnåede Delors at få en plan for det videre forløb, som centralbankcheferne var "medejere" af. Den færdige Maastricht-traktat og den senere realiserede ØMU kom i meget vid udstrækning til at svare til Delors-rapportens skitser.
- Den tyske genforening, som var sat i gang med Berlin-murens fald i november 1989 og gennemført i oktober 1990, var helt afgørende

¹ Andre lande, som fx Sverige, havde ingen traktatfæstet ret til at stå uden for euroen, men ved at stå uden for ERM kunne et land sikre, at valutakurskriteriet for at deltage i den fælles valuta ikke var opfyldt.

for, at der blev opnået fransk/tysk enighed om de centrale beslutninger om ØMU-processen.

- Endvidere var der det selvforstærkende momentum, som blev skabt, da alle trak i samme retning, og det lykkedes at skabe tillid til ØMU-planerne ved at fastlægge et detaljeret og udtømmende overgangsscenario i 1995.
- Endelig var det formentlig fremmede for konvergensprocessen, at anden halvdel af 1990'erne generelt var præget af højkonjunktur.

ERFARINGER MED EUROSAMARBEJDET I DE FØRSTE ÅR¹

Udgangspunktet for at etablere ØMU'en havde været et ønske om at få forankret den økonomiske stabilitet i Europa. En fælles pengepolitik skulle levere stabile priser, og den fælles valuta skulle hindre valutauro. Herigennem skulle der skabes en ramme for holdbar vækst. I årene efter 1999 blev den oprindelige kreds af 11 eurolande udvidet i flere omgange, jf. boks 7.6.

ECB definerede prisstabilitet som en forbrugerpris-inflation under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt², og i perioden 1999-2009 blev inflationen i gennemsnit på lidt over 2 pct. om året, jf. tabel 7.1. Den globale tendens til forholdsvis lav og stabil inflation gjorde det alt andet lige muligt at nå målet om prisstabilitet ved et lavere renteniveau, end det ellers ville have været tilfældet. Men det lykkedes ECB at skabe respekt og troværdighed om institutionen på de finansielle markeder og få forankret inflationsforventningerne i euroområdet. Det betød samtidig, at euroen kom til at fungere som et velegnet anker for den danske fastkurspolitik.

I perioden op til indførelsen af euroen blev inflationsforskellene mellem eurolandene reduceret betydeligt. Efterfølgende var spredningen nogenlunde konstant. Forskellene i landenes inflationsrater var en naturlig konsekvens af en "catching-up"-proces, der indebærer, at prisniveauer i mindre velstående lande gradvis tilpassede sig prisniveauerne i de mere velstående lande. Men inflationsforskellene kunne også skyldes

¹ Jf. Bodil Nyboe Andersen, Jens Thomsen og Hans Zeuthen, *Euroen, euroområdet og Danmark: Hvordan er det gået?*, kapitel 13 i Michael Christensen og Anders Grosen (red.), *Den finansielle sektor. Udvikling og perspektiver*, DJØF-Forlaget, 2006; ECB, *Monthly Bulletin. 10th Anniversary of the ECB*, 2008; Europa-Kommissionen, EMU@10. Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union, *European Economy*, nr. 2, 2008; Phillippe Aghion, Alan Ahearne, Marek Belka, Jürgen von Hagen, Lars Heikensten, Jean Pisani-Ferry og André Sapir, *Coming of Age: Report on the euro area*, Bruegel, 2008; og Bartosz MackoWiak, Francesco Paolo Mongelli, Gilles Noblet og Frank Smets (red.), *The euro at ten – lessons and challenges*, European Central Bank, 2009.

² I 1998 fastlagde ECB's Styrelsesråd, at der ved stabile priser skulle forstås en år til år-stigning i det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, i euroområdet på under 2 pct. på mellemlangt sigt, jf. side 83 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998. Ved et eftersyn af den pengepolitiske strategi i 2003 blev definitionen af prisstabilitet fastholdt, men Styrelsesrådet præciserede, at man ved udmøntningen af pengepolitikken ville sigte på at fastholde inflationstakten tæt på 2 pct., jf. side 28-29 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2003.

NYE EUROLANDE EFTER 1. JANUAR 1999		Boks 7.6
Land	Indtræden i euroen	
Grækenland	1. januar 2001	
Slovenien	1. januar 2007	
Cypern	1. januar 2008	
Malta	1. januar 2008	
Slovakiet	1. januar 2009	
Estland	1. januar 2011 ¹	

¹ I juli 2010 godkendte Ecofin-Rådet, at Estland kan optages i euroområdet den 1. januar 2011.
Kilde: Europa-Kommissionen og ECB.

nationale strukturelle stivheder på produkt- og arbejdsmarkederne i form af træg tilpasning af relative priser eller divergerende lønstigninger i forhold til produktiviteten i nogle eurolande.

Under overvejelserne om at etablere den fælles valuta i Europa blev det fra akademisk side diskuteret, om de potentielle deltagerlande udgjorde et "optimalt valutaområde". I henhold til teorien om optimale valutaområder skulle landene opfylde en række betingelser, før gevinsterne ved en fælles valuta ville overstige omkostningerne ved at opgive pengepolitikken som stabiliseringspolitisk instrument. Betingelserne var tæt økonomisk integration, samvarierende konjunkturcykler og en høj

GENNEMSNITLIG ÅRLIG INFLATION I EUROLANDENE 1980-2009 Tabel 7.1

Pct. p.a.	1980-89	1990-98	1999-2009
Belgien	4,9	2,1	2,0
Cypern .....	...	...	2,5 ¹
Finland	7,3	2,5	1,8
Frankrig	7,4	2,1	1,8
Grækenland	19,5	11,8	3,1 ¹
Holland	2,9	2,2	2,3
Irland	9,3	2,5	2,9
Italien	11,2	4,4	2,3
Luxembourg	4,8	2,4	2,6
Malta .....	...	...	2,5 ¹
Portugal	17,7	6,1	2,5
Slovakiet .....	...	...	5,7 ¹
Slovenien .....	...	...	5,1 ¹
Spanien	10,2	4,4	2,9
Tyskland	2,9	2,2	1,6
Østrig	3,8	2,4	1,7
Euroområdet	7,6	3,0	2,0
Spredning	5,5	2,8	1,2

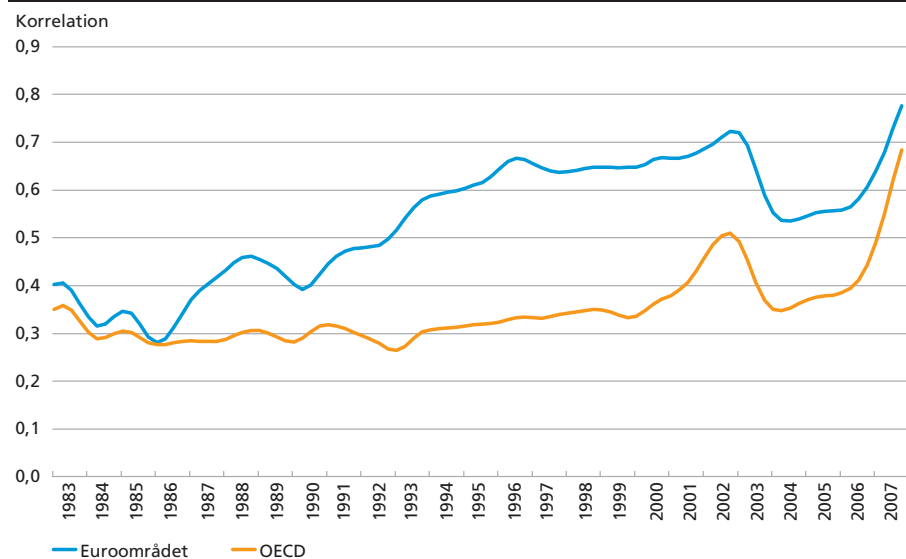
¹ Deltog ikke i euroen fra begyndelsen i 1999..

Anm.: Inflationstakten for euroområdet er beregnet under hensyntagen til den skiftende sammensætning af deltagerkredsen over tid.

Kilde: ECB og Eurostat.

SAMVARIATION I KONJUNKTURSving I EUROORÅDET OG OECD

Figur 7.1



Anm.: Uvægtet gennemsnit af korrelationskoefficienter for konjunkturkomponenten i BNP for perioder af 10 års længde. Konjunkturkomponenten er beregnet ved hjælp af et Baxter-King filter med 3 års observationer på hver side i det symmetriske gennemsnit.

Kilde: Niels Arne Dam, Konjunkturcykler i Danmark og Europa, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 146 (2), 2008. Opdateret med nye og reviderede tal ud fra kilderne anført i Dam, op. cit.

grad af økonomisk fleksibilitet. Andre påpegede, at hvis man indførte en fælles valuta, ville man af sig selv få en udvikling hen mod tættere integration og økonomisk samvariation.

I de første ti år efter indførelsen af euroen var den gennemsnitlige årlige realøkonomiske vækst i euroområdet på omkring 2 pct. Konjunkturforløbene internt mellem eurolandene blev mere synkron over tid, men den øgede grad af samvariationen fandt altovervejende sted i perioden op til overgangen til euroen og forblev derefter på et relativt højt niveau, jf. figur 7.1.¹

Især den finansielle integration blev større efter euroens indførelse. For pengemarkedet blev den meget høje grad af integration understøttet af ECB's udvikling af et fælles betalingssystem for store betalinger (Target). På markedet for statsobligationer blev der ligeledes i begyndelsen opnået en høj grad af integration.

Undersøgelser tyder på, at den handelsmæssige integration mellem eurolandene blev større efter indførelsen af euroen. Beregninger har vist, at eurolandenes indbyrdes varehandel er vokset som følge af euroen, uden at samhandlen med andre lande er blevet reduceret.² Indtil nu

¹ Jf. Niels Bartholdy, Niels Arne Dam og Susanne Hougaard Thamsborg, Erfaringer med eurosamarbejdet i de første 10 år, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2008.

² Jf. side 90 i ECB, *Monthly Bulletin. 10th Anniversary of the ECB*, 2008.

OFFENTLIG BUDGETSALDO 1999-2009											Tabel 7.2
Pct. af BNP	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Belgien	-0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,3	-0,2	-1,2	-6,0
Cypern	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,4	-2,4	-1,2	3,4	0,9	-6,1
Finland	1,6	6,9	5,0	4,1	2,6	2,4	2,9	4,0	5,2	4,2	-2,2
Frankrig	-1,8	-1,5	-1,6	-3,2	-4,1	-3,6	-2,9	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5
Grækenland	-3,1	-3,7	-5,0	-4,7	-5,6	-7,4	-5,1	-3,6	-5,1	-7,7	-13,6
Holland	0,4	1,3	-0,2	-2,1	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,2	0,7	-5,3
Irland	2,7	4,7	0,9	-0,6	0,4	1,4	1,6	3,0	0,1	-7,3	-14,3
Italien	-1,7	-2,0	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,2	-3,3	-1,5	-2,7	-5,3
Luxembourg	3,4	6,0	6,1	2,1	0,5	-1,2	-0,1	1,4	3,6	2,9	-0,7
Malta	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,6	-3,2	-2,6	-2,2	-4,5	-3,8
Portugal	-2,8	-3,2	-4,3	-2,9	-2,9	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6	-2,8	-9,4
Slovakiet	-7,1	-12,2	-6,5	-8,2	-2,7	-2,4	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3	-6,8
Slovenien	-2,0	-3,8	-4,6	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,3	0,0	-1,7	-5,5
Spanien	-1,4	-1,1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	2,0	1,9	-4,1	-11,2
Tyskland	-1,5	-1,1	-2,8	-3,7	-4,0	-3,8	-3,4	-1,6	0,2	0,0	-3,3
Østrig	-2,2	-2,1	0,0	-0,6	-1,4	-3,7	-1,5	-1,5	-0,4	-0,4	-3,4
Euroområdet	-1,4	-1,0	-1,9	-2,6	-3,1	-3,0	-2,6	-1,3	-0,6	-2,0	-6,3

Kilde: ECB.

har handelseffekterne af euroen dog været betydeligt mindre end de overdrevent høje forventninger, der prægede de første par år efter introduktionen af euroen.¹

Holdbarheden af de offentlige finanser har gennem alle årene været i centrum for ECB's og Europa-Kommissionens overvågning af EU-landenes økonomier², og det har til tider været en udfordring at få overholdt Maastricht-traktatens budgetkriterium, jf. tabel 7.2. Der har i en række lande været tendenser til procyklisk finanspolitik med utilstrækkelig konsolidering i tider med højkonjunktur, og det har i perioder knebet med den politiske vilje til at leve op til intentionerne i stabilitets- og vækstpagten.³

Tyskland og Frankrig overskred i 2003 for andet år i træk 3-pct.-grænsen for offentlig budgetunderskud i pct. af BNP. Europa-Kommissionen foreslog på den baggrund i efteråret 2003, at Ecofin-Rådet skulle pålægge de to lande at gennemføre finanspolitiske stramninger for at rette op på underskuddet. Kommissionens henstillinger til Tyskland og Frankrig kunne imidlertid ikke samle det fornødne flertal på Ecofin-mødet i november 2003. I stedet vedtog Ecofin dels et sæt ikke-juridisk bindende rådskonklusioner, dels at sætte den videre procedure for de to

¹ Jf. Anders Mølgaard Pedersen, Møntunioner og udenrigshandel, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2004; og Andrew K. Rose, *Is EMU Becoming an Optimum Currency Area? The Evidence on Trade and Business Cycle Synchronization*, unpublished Paper, oktober 2008.

² Jf. ECB, Ten Year of the Stability and Growth Pact, *ECB Monthly Bulletin*, oktober 2008.

³ Jf. Thomas Haugaard Jensen og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Stabilitets- og vækstpagten – status 2004, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2004.

lande i bero, herunder muligheden for at indføre sanktioner mod dem. Forløbet førte til et sagsanlæg fra Kommissionen ved EF-Domstolen og gav anledning til en intensiveret debat om et eventuelt behov for at ændre i pagtens regelsæt.¹

I 2005 vedtog Ecofin-Rådet en reform af stabilitets- og vækstpagten. Reformen var et kompromis med hovedvægt på at styrke pagtens forebyggende elementer og øge fleksibiliteten i den korrigerende del af proceduren, når uforholdsmæssigt store budgetunderskud var opstået, især i tilfælde med lav vækst.² Med reformen blev der åbnet for en mere lempelig tolkning af, hvad der forstås ved ekstraordinære økonomiske omstændigheder, som kan begrunde en midlertidig overskridelse af 3-pct.-grænsen for budgetunderskud. En overskridelse af 3-pct.-grænsen kan betragtes som "ekstraordinær", hvis den skyldes negativ vækst eller et akkumuleret tab af produktion gennem en længere periode med meget lav vækst i forhold til udviklingen i den potentielle produktion.

¹ Jf. Thomas Haugaard Jensen og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Stabilitets- og vækstpagten – status 2005, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2005.

² Jf. side 72-74 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2005.

KAPITEL 8

Danmark og ØMU

MAASTRICHT-TRAKTATEN OG DET DANSKE ØMU-FORBEHOLD

Udkastet til Maastricht-traktaten blev underskrevet i Maastricht den 7. februar 1992, og den nye traktat skulle træde i kraft efter godkendelse i de enkelte medlemslande, jf. kapitel 7.

I henhold til traktatudkastet skulle den sidste og 3. fase af ØMU'en med fælles pengepolitik og indførelse af en fælles valuta senest være gennemført den 1. januar 1999. I princippet skulle alle medlemslande, som opfyldte betingelserne herfor i form af konvergens i prisudvikling, valuta- og renteforhold samt offentlige finanser, deltage i den 3. fase. Danmark havde imidlertid fået en særlig protokol, som indebar, at den danske regering inden afgørelsen om overgangen til den 3. fase skulle meddele sin holdning til deltagelse. Såfremt muligheden i den særlige danske protokol for ikke at deltage i den 3. fase blev anvendt, ville Danmark blive omfattet af de samme bestemmelser, som gjaldt for lande, der endnu ikke opfyldte betingelserne for at deltage i den fælles valuta.¹

I marts 1992 vurderede Justitsministeriet, at Maastricht-traktaten indebar suverænitetsoverdragelse, og at dansk tilslutning dermed krævede anvendelse af proceduren i grundlovens § 20.² Der blev derfor afholdt folkeafstemning om Maastricht-traktaten den 2. juni 1992. ØMU'en spillede kun en vis rolle i den politiske debat, som ligeledes fokuserede på miljø, social beskyttelse, forsvarspolitik, politisamarbejde og unionsborgerskab.³

I sit indlæg på Finansrådets årsmøde den 4. december 1991⁴ redegjorde nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer for sin stillingtagen til ØMU'en:

¹ Jf. side 14 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1991.

² Jf. justitsministeriets notat af 3. marts 1992 om visse statsretlige spørgsmål ved Danmarks tiltrædelse af Traktaten om Den Europæiske Union.

³ Jf. side 31-32 i Dansk Institut for Internationale Studier, *De danske forbehold over for Den Europæiske Union*, 2008; Karen Siune, The Danes said NO to the Maastricht Treaty. The Danish EC Referendum of June 1992, *Scandinavian Political Studies*, vol. 16(1), 1993; og Karen Siune, Palle Svensson og Ole Tonsgaard, - *fra et nej til et ja*, Politica, 1994.

⁴ Optrykt på side 16-19 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Februar 1992.

"Jeg vil gerne gøre det klart, at mit standpunkt har været, at det er en fordel for Danmark at være med i en økonomisk og monetær union. Herved får vi som det ofte er nævnt en vis, men begrænset indflydelse på den politik, der føres, hvorimod vi nu ikke har nogen indflydelse, men dog må rette os efter resultatet af de beslutninger, der træffes i andre lande.

Det er en fordel for os at være med i et sådant samarbejde, og en overgang til en økonomisk og monetær union er i virkeligheden ikke det store spring, fordi den reelle sammensvejsning af økonomierne og dermed begrænsningen af de beslutninger, vi kan træffe, allerede er meget vidtredt."

Ved folkeafstemningen i Danmark den 2. juni 1992 blev Maastricht-traktaten forkastet med et snævert flertal på 50,7 pct. "nej"-stemmer. På et møde i Oslo to dage senere erklærede EF's udenrigsministre, at godkendelsesprocessen ville fortsætte i de øvrige 11 medlemslande på grundlag af det eksisterende traktatudkast. Danmarks adgang til deltagelse i Unionen skulle forblive åben. Konklusionen blev bekræftet af stats- og regeringscheferne på EF-topmødet i juni 1992.¹

Efter politiske forhandlinger forelå et dansk udspil til en afklaring af forholdet til EF og Maastricht-traktaten i slutningen af oktober 1992 i form af det såkaldte "nationale kompromis" med tilslutning fra syv af Folketingets otte partier. I udspillet var der opstillet en række betingelser for en dansk tiltrædelse af Maastricht-traktaten, og på det grundlag blev der ved EF-topmødet i Edinburgh den 11.-12. december 1992 opnået enighed om en løsning, som indebar danske særordninger på fire af Maastricht-traktatens områder, herunder ØMU, jf. boks 8.1. Udgangspunktet for særordningen om ØMU var, at man fra dansk side straks udnyttede sin protokolmæssige ret til at meddele, at man ikke deltog i den 3. fase af ØMU'en.

Ved en folkeafstemning i Danmark den 18. maj 1993 blev der opnået tilslutning til Maastricht-traktaten og Edinburgh-afgørelsen med 56,7 pct. "ja"-stemmer. Danmark ratificerede Maastricht-traktaten den 17. juni 1993, og den trådte i kraft den 1. november 1993.

¹ Jf. side 20 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1992.

EDINBURGH-AFGØRELSENS FORMULERINGER AF DE DANSKE FORBEHOLD OVER FOR DEN EUROPÆISKE UNION

Boks 8.1

Forsvarspolitik

"Danmark [deltager] ikke i udarbejdelsen og gennemførelsen af afgørelser og aktioner inden for Unionen, som har indvirkning på forsvarsområdet, men Danmark vil ikke hindre, at der udvikles et snævrere samarbejde mellem medlemslande på dette område".

Økonomisk og Monetær Union

"Danmark har meddelt, at det ikke vil deltage i tredje fase [af Den Økonomiske og Monetære Union(...)]. Danmark vil derfor ikke deltage i ordningen med en fælles valuta og vil ikke være bundet af de regler vedrørende økonomisk politik, som kun gælder for medlemslande, der deltager i tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union, og det vil bevare sine nuværende beføjelser med hensyn til pengepolitik i henhold til danske love og forskrifter, herunder Danmarks Nationalbanks beføjelser i pengepolitiske anliggender. Danmark vil deltage fuldt ud i anden fase af Den Økonomiske og Monetære Union og vil fortsat deltage i valutasamarbejdet inden for EMS".

Unionsborgerskab

"Bestemmelserne vedrørende unionsborgerskab i anden del af Traktaten om Oprettelse af Det Europæiske Fællesskab giver medlemslandenes statsborgere de yderligere rettigheder og den yderligere beskyttelse, der nævnes i den pågældende del. De træder ikke på nogen måde i stedet for nationalt statsborgerskab. Spørgsmålet om, hvorvidt en person besidder statsborgerskab i en medlemsstat, afgøres udelukkende efter vedkommende medlemsstats egen lovgivning". Formuleringen undtog ikke Danmark fra at deltage i unionsborgerskabet, men gav Danmark et forbehold, i tilfælde af at unionsborgerskabet ville udvikle sig til at træde i stedet for det nationale statsborgerskab.

Retslige og indre anliggender

"Danmark vil deltage fuldt ud i samarbejdet om retlige og indre anliggender på grundlag af bestemmelserne i afsnit VI i Traktaten om Den Europæiske Union". Bestemmelsen betyder, at Danmark deltager i samarbejdet på mellemstatsligt grundlag. Med Amsterdam-traktaten, der blev ratificeret af Danmark i 1998, blev dele af samarbejdet omkring retlige og indre anliggender for første gang gjort overstatsligt, hvorved forbeholdet fik betydning.

Det nationale kompromis

Af punkt 3 til bemærkningerne til forslag til Lov om Danmarks tiltrædelse af Edinburgh-Afgørelsen og Maastricht-Traktaten fremgår følgende: "I tilknytning til lovkomplekset har 7 af Folketingets partier indgået en politisk aftale. Denne aftale indebærer enighed om, at Danmarks holdning til fire hovedelementer i Maastricht-Traktaten:

- Borgerskab,
- Den Økonomiske og Monetære Union,
- Fælles forsvarspolitik og fælles forsvar,
- Retlige og indre anliggender

fastlægges ved folkeafstemningen den 18. maj 1993 og de 7 partier er enige om, at den kun kan ændres gennem en ny folkeafstemning."

DANMARKS DELTAGELSE I DET FORBEREDENDE ARBEJDE I 2. FASE AF ØMU'en

I overensstemmelse med Edinburgh-afgårelsen deltog Danmark fuldt ud i den 2. fase af ØMU'en, der blev indledt den 1. januar 1994. For såvel Nationalbanken som de andre centralbanker i EU indebar den 2. fase et ganske omfattende arbejde med at forberede den fælles valuta. Der var uden tvivl tale om den bedst forberedte møntunion i historien, hvilket da også gav positive resultater i form af en ganske gnidningsfri overgang til den fælles valuta, jf. kapitel 7.

For Danmark betød forbuddet mod monetær finansiering ikke nogen ændring i forhold til den eksisterende praksis, men regeringen og Nationalbanken indgik i efteråret 1993 en aftale om at dække af statens samlede lånebehov, jf. kapitel 1. Det Europæiske Monetære Institut vurderede dog i 1994, at statens garanti for omløbet af mønter sendt i cirkulation før 1. januar 1975 var i strid med forbuddet mod monetær finansiering, da Nationalbanken her havde en ikke-omsættelig fordring på staten med ubestemt løbetid. Garantien blev derfor afviklet.¹

2. fase indebar ligeledes et forbud mod, at den offentlige sektor havde privilegeret adgang til at låne i private finansielle institutioner, så der kunne lånes på gunstigere vilkår end markedsvilkårene. Det havde heller ikke været praksis i Danmark.

Med iværksættelsen af 2. fase blev Det Europæiske Monetære Institut, EMI, oprettet. En af EMI's væsentligste arbejdsopgaver var at forberede grundlaget for den fælles valuta og den fælles pengepolitik i den 3. fase af ØMU'en. Selv om det på forhånd var meddelt, at Danmark ikke ville deltage i den fælles valuta fra begyndelsen, havde Nationalbanken stor interesse i det forberedende arbejde i fase 2. For det første var det vigtigt, at der blev skabt gode rammer for at opnå prisstabilitet i euroområdet, så det blev et velegnet anker for den danske fastkurspolitik. For det andet havde Danmark en interesse i, at der blev skabt en hensigtsmæssig ramme for valutasamarbejdet mellem euroområdet og de EU-lande, der ikke deltog i den fælles valuta ERM2, jf. kapitel 2. Endelig havde Danmark for det tredje en mere generel interesse i udformningen af spillereglerne for den 3. fase af ØMU'en, så Danmark havde mulighed for at tilslutte sig den fælles valuta på et senere tidspunkt på lige vilkår med de oprindelige eurolande.

På enkelte områder ville indførelsen af den fælles valuta selv uden dansk deltagelse få en større direkte betydning for det danske finansiel-

¹ Jf. side 63 og 73-74 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1994.

le system.¹ Nationalbanken havde derfor løbende drøftelser og informationsudvekslinger med repræsentanter fra den finansielle sektor om forberedelserne af ØMU'ens 3. fase. Som led i disse drøftelser var der enighed om, at det især på to områder kunne være nyttigt med et grundigere udredningsarbejde af konsekvenserne i Danmark af indførelsen af euroen som ny valuta. Det gjaldt for det første det danske obligationsmarked og for det andet håndteringen af euro i den danske betalingsformidling. Der blev derfor nedsat to arbejdsgrupper under Nationalbankens formandskab med deltagere fra den finansielle sektor.

Arbejdsgruppernes rapporter blev offentliggjort i juni 1998.² På obligationsområdet fandt arbejdsgruppen behov for, at VP-systemer, børssystemer mv. blev indrettet til at håndtere udenlandske og eventuelle danske eurodenominerede papirer. Endvidere anbefalede arbejdsgruppen, at man overvejede at tilpasse markedskonventionerne på det danske obligationsmarked til de europæiske standarder. På betalingsformidlingsområdet havde arbejdsgruppen fokus på rammerne for eurobetalingsformidling i Danmark, herunder Debes (den danske del af Target), jf. supplement A.

Hertil kom tilpasning af Nationalbankens statistikproduktion, så den fulgte de standarder, der ville blive fastlagt af Den Europæiske Centralbank, ECB. Selv om Danmark ikke deltager i eurosamarbejdet, indgår Nationalbanken på lige fod med de andre EU-centralbanker i statistik-samarbejdet med ECB, jf. supplement C.³

EMI og Europa-Kommissionen vurderede i deres konvergensrapporter fra marts 1998, at nationalbankloven var forenelig med Maastricht-traktatens krav om uafhængighed.⁴

DEN DANSKE FOLKEAFSTEMNING OM EUROEN I 2000

I august 1999 annoncerede statsminister Poul Nyrup Rasmussen på Socialdemokratiets sommergruppemøde, at der ville blive udskrevet folkeafstemning om deltagelse i eurosamarbejdet.⁵ Som opfølgning på en række spørgsmål fra Folketinget til økonomiministeren fremlagde Økono-

¹ Jf. Bodil Nyboe Andersen, Euroens betydning for Danmark, *Revision og regnskab*, nr. 12, 1997.

² Jf. Danmarks Nationalbank, *ØMU'ens konsekvenser for det danske obligationsmarked og håndteringen af euro i dansk betalingsformidling*, juni 1998.

³ Jf. side 92-93 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000.

⁴ Jf. side 132 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998; Det Europæiske Monetære Institut, *Konvergensrapport. Udarbejdet i henhold til artikel 109j i Traktaten om Det Europæiske Fællesskab*, marts 1998; og Commission of the European Communities, *EURO 1999. Report on progress towards convergence and recommendation with a view to the transition to the third stage of economic and monetary union*, marts 1998.

⁵ Jf. Aktuelt, 14. august 1999. Justitsministeriet vurderede i et notat af 25. april 2000 om visse forvaltningsretlige spørgsmål i forbindelse med en dansk tiltrædelse af Den Økonomiske og Monetære Unions 3. fase med den fælles valuta, at Danmarks deltagelse af tredje fase af ØMU'en ville indebære suverænitetsafgivelse, som nødvendiggjorde anvendelse af proceduren i grundlovens § 20.

miministeriet i december 1999 en redegørelse for overgang til euroen i tilfælde af dansk deltagelse.¹ Redegørelsen blev udarbejdet i samarbejde med andre ministerier, Nationalbanken, interesseorganisationer og den finansielle sektor. Formålet med redegørelsen var at give en oversigt over, hvad der skulle ske og tidsrammerne herfor, hvis befolkningen ved folkeafstemningen stemte "ja" til indførelse af euroen i Danmark.

Nationalbankens omstilling til at deltage i den fælles pengepolitik ved en eventuel overgang til euroen var beskrevet i kapitel 4 i Økonomiministeriets redegørelse.² Til at gennemføre de nødvendige ændringer forud for indførelse af euroen som kontopenge krævedes for Nationalbankens vedkommende omkring et år regnet fra det tidspunkt, hvor der forelå et "ja" ved en folkeafstemning. Det blev desuden vurderet, at der ville være behov for yderligere ca. ét år, inden Nationalbanken kunne være klar til at sætte eurosedler og -mønter i omløb.

I henhold til Økonomiministeriets redegørelse ville andre sektorer, herunder ikke mindst den offentlige sektor (Told&Skat), kræve en noget længere forberedelsesperiode.

I forlængelse af Økonomiministeriets rapport og på opfordring fra den finansielle sektor nedsatte Nationalbanken to arbejdsgrupper, der skulle afdække konsekvenserne af en eventuel dansk deltagelse i euro-samarbejdet for de danske clearing- og afviklingssystemer og for obligationsmarkedet. Begge arbejdsgrupper havde Nationalbanken som formand og havde desuden deltagelse af repræsentanter fra den finansielle sektor.³

I marts 2000 udkrev statsministeren folkeafstemning til afholdelse 28. september 2000 om dansk deltagelse i eurosamarbejdet. I maj 2000 fremlagde regeringen så forslaget til lov om dansk deltagelse i den fælles valuta. I tilfælde af et "ja" ved folkeafstemningen indebar lovforslaget, at Danmark kunne deltage i eurosamarbejdet fra 1. januar 2002 med euroen som kontopenge. Fra 1. januar 2004 ville eurosedler og -mønter blive indført, hvorefter sedler og mønter i kroner ville blive inddraget.⁴

Med udgangspunkt i den korte forberedelsesperiode efter et eventuelt "ja" blev der forud for afstemningen udarbejdet en intern ØMU-beredskabsplan i Nationalbanken. Heri blev der identificeret en række, primært it-relaterede, projekter, som Nationalbanken skulle gennemfø-

¹ Jf. Økonomiministeriet, *Redegørelse for overgang til euroen i tilfælde af dansk deltagelse*, Schultz, 1999.

² Også optrykt på side 146-154 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1999.

³ Jf. Danmarks Nationalbank, *Konsekvenser for dansk betalingsformidling af en eventuel indførelse af euroen i Danmark*, august 2000; og Danmarks Nationalbank, *Konsekvenser for det danske obligationsmarked i forbindelse med Danmarks eventuelle indførelse af euroen. Tekniske overvejelser*, januar 2000.

⁴ Jf. side 80 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000.



re i tilfælde af dansk deltagelse. Nogle af disse projekter ville alligevel skulle gennemføres – dels på grund af det løbende arbejde med internationale standarder, dels som led i den almindelige opdatering af it-systemerne – men tidsplanen for disse projekters gennemførelse afhang kritisk af afstemningsresultatet. Endvidere udarbejdede Nationalbanken på opfordring fra regeringen et forslag til design for danske euromønter, jf. boks 8.2.¹

Nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersen redegjorde for Nationalbankens holdning til en dansk eurodeltagelse ved en tale i British Import Union den 18. januar 2000²:

"... Hvis Danmark beslutter sig for at deltage, vil det også være en stor omvæltning for Nationalbanken. Det har forledt nogle til at tro, at Nationalbankens ledelse er skeptisk eller endda negativ over for en evt. dansk tilslutning til euroen. Man har udtrykt det på den måde, at vi næppe ville ønske at afgive indflydelse og blive "filialbestyrere". Men sådan ser vi ikke på det.

Vi vil ikke opleve dansk deltagelse i den fælles valuta som en forringelse, men som en forøgelse af vores muligheder for information og indflydelse. Lige bortset fra perioder med valutakriser, hvor vi må foretage renteforhøjelser for at stabilisere kronen og så bagefter normalisere renterne gradvist igen, så fører vi jo ikke nogen selvstændig pengepolitik i den nuværende situation.

¹ Jf. side 72-73 og 110-111 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000.

² Optrykt på side 91-98 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2000.

Ved at deltage i samarbejdet i ECB vil Nationalbankens ledelse og medarbejdere få medindflydelse på ikke bare pengepolitikken, men også på mange andre beslutninger, der vedrører de finansielle markeder i Europa. ... Vi vil også fortsat skulle fremstille og udsende sedler og mønter, selv om de kommer til at se anderledes ud.

Vi føler derfor ikke, at det vil fratage Nationalbanken indflydelse, hvis Danmark tilslutter sig euroen – tværtimod. Og i ECB deltager alle deltagerlandenes repræsentanter på lige fod, og alle stemmer har samme vægt.

Hovedargumentet for, at Danmark bør tilslutte sig euroen i en ikke for fjern fremtid, er imidlertid ikke spørgsmålet om Nationalbankens rolle og indflydelse. Når vi i Nationalbankens ledelse finder det væsentligt, er det fordi det efter vores opfattelse vil give de mest trygge ydre rammer omkring den økonomiske politik, som Danmark startede på i 80'erne – en politik, Nationalbanken altid har støttet. Især i 90'erne har denne politik dannet grundlaget for en stærk og balanceret økonomisk vækst.

Det har været godt for den danske økonomiske udvikling, at man forlod devalueringspolitikken i begyndelsen af 80'erne, og at man trods ændrede ydre rammer har fortsat fastkurspolitikken. Men vi må også erkende, at små valutaer bliver stadig mere sårbare i en verden med øget internationalisering og hurtig informationsspredning.

Derfor finder vi i Nationalbanken, at dansk tilslutning til euroen vil repræsentere den naturlige fortsættelse af den økonomisk-politiske kurs, vi slog ind på for næsten to årtier siden – en kurs, som efter vores opfattelse har tjent Danmark godt."

Ved folkeafstemningen i september 2000 blev lovforslaget forkastet med 53,1 pct. "nej"-stemmer. Stemningen på markederne op til afstemningen var præget af en markant svækkelse af euroens kurs i forhold til dollar. Endvidere bar debatten om de økonomiske aspekter ved en dansk deltagelse i euroen præg af, at Danmark i kraft af fastkurspolitikken allerede havde høstet en del af fordelene ved skabelse af euroområdet.

Umiddelbart efter folkeafstemningen udsendte regeringen og Nationalbanken en fælles pressemeddelelse, hvori det blev fastslået, at Danmark fortsatte den hidtidige fastkurspolitik inden for rammerne af ERM2, jf. kapitel 2.

DANMARK SOM "UDELAND"

Den 1. januar 1999 indførte 11 EU-lande euroen som fælles valuta.¹ På det helt overordnede plan betød det ikke de store ændringer for den danske penge- og valutapolitik. Danmark havde besluttet at fastholde den danske krone og ikke deltage i valutaunionen. Fastkurspolitikken blev derfor videreført over for euro i stedet for D-mark.

De første ti års erfaringer med euroen viste, at euroen og den fælles pengepolitik i euroområdet fungerede godt, jf. kapitel 7. Euroområdet var præget af prisstabilitet, inflationsforskellene mellem eurolandene blev reduceret betydeligt, og der blev opnået målbare gevinster med hensyn til finansiel og handelsmæssig integration. I kraft af den danske fastkurspolitik over for euro fik Danmark ligeledes glæde af disse resultater, mens det ikke i samme grad var tilfældet for Sverige og Storbritannien, som havde valgt en fleksibel valutakurspolitik.²

Den umiddelbare pris for Danmark af at stå uden for euroen var, at den danske pengepolitiske rente alt andet lige ville være højere end den pengepolitiske rente i euroområdet. Givet fastkurspolitikken troværdighed blev der i rolige perioder kun tale om en marginalt højere rente i Danmark, men i urolige perioder kunne der blive tale om et noget højere rentespænd.³

Danmarks overgang til status som "udeland" betød endvidere en vis politisk marginalisering.⁴ Danmark havde stort set siden landets indtræden i EF i 1973 været en del af inderkredsen i Fællesskabets monetære samarbejde. Først som et af de få lande, der deltog hele vejen i 1970'ernes slangesamarbejde, siden som et af kernelandene i valutakursmekanismen ERM i Det Europæiske Monetære System, EMS. Indtil midten af 1998 havde Nationalbanken deltaget fuldt ud i forberedelsen af ØMU'ens 3. fase inden for rammerne af EMI. Men med oprettelsen af ECB den 1. juni 1998 blev Nationalbankens reelle indflydelse stærkt begrænset på næsten alle punkter.⁵

Eurolandenes centralbankchefer mødes hver 14. dag i Styrelsesrådet, om end enkelte af møderne afholdes som telefonmøder. Styrelsesrådet består af de seks medlemmer af ECB's direktion og de nationale centralbankchefer i de EU-lande, der har indført euroen. Det er Styrelsesrådet,

¹ De 11 lande i euroområdet var: Belgien, Finland, Frankrig, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Spanien, Tyskland og Østrig. Senere blev euroen indført i en række andre EU-lande jf. boks 7.6 i kapitel 7.

² Jf. Det Økonomiske Råd, *Dansk Økonomi*, forår 2009.

³ Jf. Bodil Nyboe Andersen, *Euroen og Danmark*, tale i British Import Union den 18. januar 2000 (optrykt på side 91-98 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2000).

⁴ Jf. Dansk Institut for Internationale Studier, *De danske forbehold over for Den Europæiske Union*, 2008.

⁵ Jf. Jens Thomsen, *Livet uden for euroen*, publiceret i Peter Nedergaard, Erik Boel og Lars Barfoed (red.), *Den europæiske nødvendighed*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2002.

der træffer beslutninger om den fælles pengepolitik i euroområdet, og alle rådets medlemmer har hver én stemme.¹

Som centralbank i et udeland deltager Nationalbanken ikke i Styrelsesrådet, men kun i Det Generelle Råd, som består af formanden og næstformanden for ECB og alle EU-landenes centralbankchefer. Det Generelle Råd udfører primært de opgaver, som er overtaget fra EMI, og som ECB stadig skal udføre, så længe ikke alle EU-lande har indført euroen. Det Generelle Råds primære ansvarsområde er at bidrage til forberedelserne til deltagelse i eurosamarbejdet, hvis et af de EU-lande, der ikke deltog i første omgang, senere ønsker at indføre euroen. Det Generelle Råd bidrager desuden til ECB's rådgivende opgaver og indsamling af statistik. Hertil kommer spørgsmål omkring ERM2.² Møderne i Det Generelle Råd afholdes hver 3. måned.

ECB fik i henhold til Maastricht-traktaten et Styrelsesråd, hvor kun eurolandene har plads, da det som nævnt er Styrelsesrådet, som står for beslutningerne omkring den fælles pengepolitik i euroområdet. Til gengæld var udelandenes deltagelse i ECB's struktur af komiteer overladt til ECB's beslutning. Selv de sager, som hører under Det Generelle Råd som fx statistik, drøftes først blandt Styrelsesrådets medlemmer. Først derefter optages de på dagsordenen i Det Generelle Råd, og nogen bredere drøftelser bliver der sjældent lejlighed til. Nationalbanken har kun begrænset adgang til at deltage i ECB's komiteer og det dertil knyttede store antal underkomiteer og arbejdsgrupper. Kun på nogle mere tekniske områder har Nationalbanken adgang til at deltage på lige fod med eurolandenes centralbanker.³

Nationalbanken går derfor glip af information, som vil være relevant for Danmark, såfremt Danmark på et tidspunkt skulle vælge at tilslutte sig euroen. Hertil kommer, at den mere generelle internationale erfarings- og informationsudveksling blandt centralbanker i Europa i dag i høj grad finder sted i ECB. Det gælder ligeledes emner, der ikke er direkte knyttet til euroen og den fælles pengepolitik i euroområdet.

Mens opdelingen i ECB var klar og tydelig fra starten, indebar traktaten formelt set ingen eksklusivitet på ministersiden, hvor Ecofin-Rådet er modpart til ECB. Her fastlægger traktaten kun, at stemmeret på en ræk-

¹ I december 2008 besluttede Styrelsesrådet – ved at udnytte en hjemmel i statuten – at indføre et rotationsystem ved afstemning, når antallet af centralbankchefer for de nationale centralbanker i euroområdet overstiger 18, jf. side 195-196 i Den Europæiske Centralbank, *Årsberetning*, 2008.

² Jf. side 84 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1999; og side 81 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000.

³ Jf. side 194 i Dansk Institut for Internationale Studier, *De danske forbehold over for Den Europæiske Union*, 2008. I det generelle råd i European Systemic Risk Board, ESRB, der forventes etableret den 1. januar 2011, deltager centralbankcheferne fra alle EU-landene med stemmeret. ESRB skal overvåge og vurdere risici for det finansielle system som helhed (makrotilsyn), jf. side 17 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab* 2009.

ke områder er forbeholdt eurolandenes ministre. Men i modsætning til ECB deltager alle EU-landenes ministre i møderne.

Da Tyskland i 1995 fremlagde sit forslag om en stabilitetspagt, foreslog de samtidig, at man oprettede et såkaldt "stabilitetsråd" bestående af ministre fra eurolandene. Det tyske forslag om et stabilitetsråd, som udelukkende vedrørte forhold omkring budgetdisciplin i eurolandene, fandt ikke tilslutning. Men senere foreslog Frankrig, at der blev oprettet en eurogruppe med henblik på en tættere koordination af den økonomiske politik blandt eurolandene. Det Europæiske Råd besluttede i december 1997, at ministre fra eurolandene kunne mødes uformelt vedrørende det specifikke ansvar, de har for den fælles valuta, mens spørgsmål af fælles interesse drøftes af alle EU-landenes ministre.¹ Realiteten blev dog, at eurolandene ("eurogruppen") regelmæssigt uformelt drøfter spørgsmål af fælles interesse for alle EU-landene i forbindelse med Ecofin-møderne.² De facto er Danmark som udeland derfor ligeledes blevet mere marginaliseret end tidligere på finans- og økonomiministrenes områder.

Møderne i Ecofin forberedes af Det Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC), der er sammensat af embedsmænd fra de økonomiske ministerier, nationale centralbanker, EU-Kommissionen og ECB. EFC afholder møder i to forskellige sammensætninger (med og uden nationale centralbanker). EFC afholder endvidere møder, hvor alene embedsmænd fra de økonomiske ministerier i eurolandene, Kommissionen og ECB er repræsenteret. Sidstnævnte fora – den såkaldte Eurogroup Working Group (EWG) – står for forberedelsen af møderne i eurogruppen.

¹ Jf. side 80 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1997.

² I Lissabon-traktaten fra 2007 er eurogruppen formelt nævnt i en protokol. Lissabon-traktaten trådte i kraft i december 2009.

KAPITEL 9

Den Internationale Valutafond, IMF

IMF's SKIFTENDE ROLLER OG GRADVISE TILPASNING OVER TID

Den Internationale Valutafond, IMF, blev oprettet i 1944 med det formål at fremme internationalt monetært samarbejde.¹ Danmark blev medlem af IMF i marts 1946.

I de første 25 år af medlemskabet lå det politiske ansvar for de danske forbindelser til IMF i Finansministeriet. Fra 1971 og frem til 2001 lå ansvaret i Økonomiministeriet, hvorefter det igen kom tilbage til Finansministeriet. Igennem hele perioden blev den løbende forvaltning af Danmarks forbindelse til IMF varetaget af Nationalbanken, og i alle årene var den kongeligt udnævnte nationalbankdirektør det danske medlem af IMF's repræsentantskab.

I 1994 kunne IMF fejre sin 50-års fødselsdag, og i den forbindelse blev IMF's fremtidige rolle i det internationale monetære system drøftet.² Efter sammenbruddet af det af IMF administrerede internationale fastkursystem (Bretton Woods-systemet) i begyndelsen af 1970'erne var IMF's arbejdsopgaver gradvis gledet bort fra fokus på valutapolitik og makroøkonomisk engagement i industrilandene. Ekspansionen og liberaliseringen af de private kapitalmarkeder i industrilandene i løbet af 1970'erne og 1980'erne medførte, at industrilandene ophørte med at optage lån i IMF.³

I 1980'erne nødvendiggjorde gældskrisen i Latinamerika finansiel og anden assistance fra IMF. Endvidere fik IMF en vigtig rolle i forhold til strukturtilpasning af økonomien i de mest fattige og gældstyngede udviklingslande.⁴

Planøkonomiernes sammenbrud og en række større internationale finansielle kriser gav IMF en ny rolle at spille i 1990'ernes og 2000'ernes mere globaliserede internationale finansielle system.

¹ Jf. side 89 i Økonomiministeriet, *Økonomiministeriet i 50 år*, 1997.

² Jf. side 63-64 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1994.

³ Jf. side 6 i Økonomiministeriet, *Det internationale finansielle system – Ny rolle for IMF*, august 2000.

⁴ Jf. Hugo Frey Jensen, Den Internationale Valutafonds rolle i det seneste amerikanske initiativ til løsning af gældsproblemerne for udviklingslandene, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, August 1989.

PLANØKONOMIERNES SAMMENBRUD I BEGYNDELSEN AF 1990'ERNE

I begyndelsen af 1990'erne blev IMF's virksomhed udvidet til at omfatte en række tidligere centralstyrede økonomier i Central- og Østeuropa og det tidligere Sovjetunionen. Disse lande skulle have teknisk og finansiel assistance samt makroøkonomisk rådgivning i forbindelse med deres omstilling til markedsøkonomi og integration i verdensøkonomien.¹ I 1990-92 nærmede IMF's udlånsaktivitet sig atter niveauet efter udbruddet af gældskrisen i Latinamerika i 1982-83, jf. figur 9.1.

Antallet af medlemslande blev forøget kraftigt efter opløsningen af det tidligere Sovjetunionen og Jugoslavien samt delingen af Tjekkosllovakiet. Hertil kom, at Schweiz efter en folkeafstemning blev medlem i 1992.² Ved udgangen af 1993 havde IMF 178 medlemslande mod omkring 150 i slutningen af 1980'erne. Der var dermed tale om den kraftigste vækst i IMF's medlemstal, siden de afrikanske lande blev optaget i 1960'erne.³

KRISEN I MEXICO ("TEQUILA-KRISEN") 1994-95

Efter en periode med indenrigspolitisk uro, voksende underskud på betalingsbalancen og faldende kapitalimport opstod en større finansiel krise i Mexico omkring årsskiftet 1994/95. I slutningen af 1994 måtte Mexico opgive sin fastkurspolitik, og den mexicanske peso deprecierede kraftigt over for dollar.

Den mexicanske regering anmodede IMF om støtte til et økonomisk stabiliseringsprogram. Programmet udgjorde næsten 700 pct. af Mexicos kvote⁴, hvilket var langt mere end IMF's låneregler normalt tillod. Programmet blev vedtaget ved brug af en særlig undtagelsesklausul i IMF's statutter i lyset af den trussel mod det internationale valutasystem, som den finansielle krise i Mexico blev anset for at udgøre.

Der blev efterfølgende iværksat en uafhængig undersøgelse af sagsforløbet, som mandede ud i en kritik af især IMF og de mexicanske myndigheder for ikke tidligere at have reageret på de kraftige fald i Mexicos valutareserver.⁵

¹ Jf. side 52 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1991.

² Jf. side 87 i Økonomiministeriet, *Økonomisk Oversigt*, august 1992.

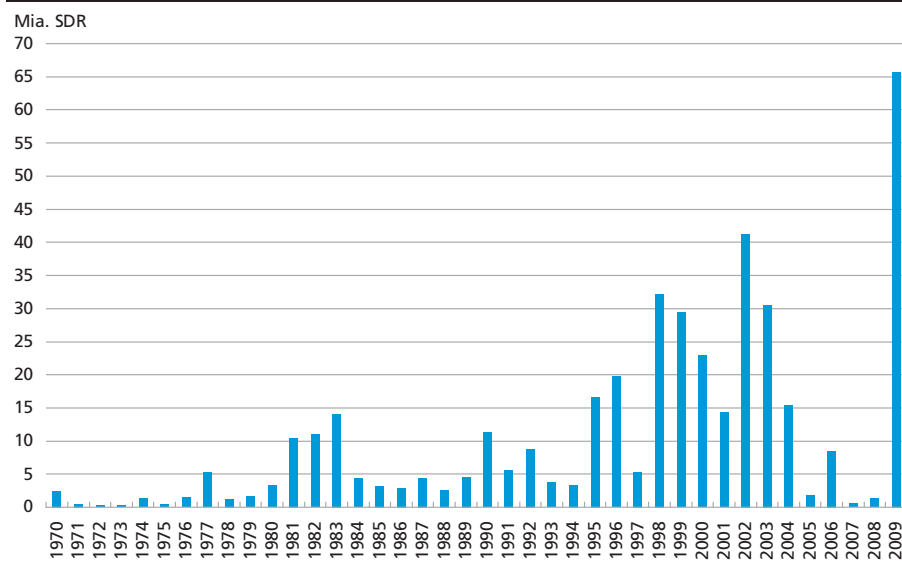
³ Jf. "History" på IMF's hjemmeside.

⁴ Hvert medlemsland har en kvote i IMF, hvoraf 25 pct. indbetales i fremmed valuta, mens den resterende del kan indbetales i egen valuta. Kvoteindbetalinger udgør IMF's kapitalgrundlag, og kvoterne er bestemmende for medlemslandenes stemmeandele i IMF's bestyrelse og repræsentantskab, jf. Thomas Enevoldsen, IMF's kvoter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2000. Påvirkningen af Nationalbankens balance af finansielle mellemværender med IMF er behandlet i Louise Mogensen, IMF og Nationalbankens balance, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2003; samt Thomas Krabbe og Søren Vester Sørensen, Nationalbankens finansielle mellemværender med Den Internationale Valutafond, IMF, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2009.

⁵ Jf. side 75-76 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1995.

IMF's TILSAGN OM NYUDLÅN 1970-2009

Figur 9.1



Anm.: Opgjort efter finansår. Tallet for 2009 dækker fx perioden fra 1. maj 2008 til 30. april 2009.

Kilde: IMF, *Annual Report*, diverse årgange.

Som opfølgning på kritikken blev procedureerne for lande i akutte betalingsbalancevanskeligheder ændret, så IMF's bestyrelse fremover blev inddraget på et tidligere tidspunkt end hidtil.

Endvidere etablerede IMF i foråret 1996 en international standard for publicering af økonomisk statistik, Special Data Dissemination Standard, SDDS. Formålet med SDDS var at give de finansielle markedsdeltagere og de økonomiske beslutningstagere bedre information i form af aktuel og dækkende statistik. SDDS stillede visse krav til deltagerlandenes statistiske praksis og indebar desuden en forpligtelse til at levere oplysninger om statistikproduktionen til IMF's informationsdatabase, som blev offentligt tilgængelig på internettet. Det var frivilligt for IMF's medlemslande, om de ville tilslutte sig standarden. Danmark støttede initiativet og var blandt de første 38 lande, som tilsluttede sig SDDS i november 1996.¹

I januar 1997 godkendte IMF's bestyrelse etableringen af et nyt lånearrangement, New Arrangements to Borrow, NAB, med henblik på at forbedre IMF's mulighed for at styrke sin likviditet i situationer, hvor store udlån fra IMF er nødvendige for at afværge internationale finansielle kriser. NAB gav IMF mulighed for samlet at kunne låne op til 34 mia.

¹ Jf. Jesper Wormstrup, IMF's datapubliceringsstandard, Danmarks Nationalbank, *Kvartaloversigt*, November 1996.

SDR fra 25 af dets medlemslande (herunder Danmark med et lånetilsagn på 371 mio. SDR).¹

ASIEN-KRISEN 1997-98

De fleste lande i Sydøstasien blev i 1997 ramt af en omfattende økonomisk krise, der fik afgørende betydning for udviklingen på verdens kapitalmarkeder.² Krisen begyndte som en valutakrise, men bredte sig hurtigt til at omfatte de berørte landes finansielle markeder, finansielle institutioner samt produktion og beskæftigelse.

De sydøstasiatiske økonomier – i første række Thailand, Malaysia, Indonesien, Filippinerne og Singapore – havde i årene forud haft betydelig kapitalindstrømning. Baggrunden var en høj økonomisk vækst og store investeringer ("tiger økonomier"). Den høje vækst skabte i flere af landene grundlag for inflationspres og eksterne ubalancer.

Landenes valutakurspolitik havde inden krisen generelt som mål at stabilisere deres valuta over for en kurv af valutaer, hvor dollar havde en afgørende vægt. Dollarens stigning gennem 1996 og 1. halvår 1997 over for yen og de europæiske valutaer svækkede landenes konkurrenceevne betydeligt samtidig med, at de fik øget konkurrence fra bl.a. Indien og Kina.

Underskuddene på betalingsbalancen var i stort omfang blevet finansieret kortfristet gennem private virksomheders og bankers låntagning i udlandet. I tillid til landenes fastkurspolitik skete dette i form af lavt forrentede valutalån uden afdækning af valutakursrisikoen.

Efter fastkurspolitikens sammenbrud startede en kædereaktion, da den private ikke-finansielle sektors udlandsgæld – målt i indenlandsk valuta – steg. En stor andel af denne gæld bestod af lån i dollar med korte løbetider, og det blev i stigende grad vanskeligt at refinansiere den kortfristede udlandsgæld. Herved opstod en meget stram likviditetssituation, som medførte, at mange virksomheder fik vanskeligheder med at overholde deres forpligtelser over for den finansielle sektor. De misligholdte lån og de øgede udgifter til bankernes egne udlandslån medførte et generelt fald i bankernes soliditet og kreditværdighed. Valutakrisen smittede hurtigt negativt af på de berørte landes aktiemarkeder, og for at modvirke svækkelsen af valutaerne lod centralbankerne de korte renter stige.

¹ Jf. side 78-79 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1996; og IMF, IMF Adopts a Decision on New Arrangements to Borrow, *Press Release*, nr. 5, januar 1997.

² Jf. side 45-48 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1997; Niels Peter Hahnemann og Lars Krogh Jessen, Valutakrisen i Sydøstasien, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1997; og Kai Aaen Hansen, Spillet om Sydøstasien, kronik i *Jyllands-Posten*, 25. februar 1998.

Et særligt problem ved de kriseramte landes økonomier var kombinationen af høj økonomisk vækst og relativt underudviklede finansielle sektorer. De finansielle institutioner var bl.a. kendetegnet ved utilstrækkelig intern kontrol og styring af engagementerne. Hertil kom et relativt ineffektivt eksternt tilsyn med de finansielle institutioner.

I et forsøg på at dæmme op for krisen ydede IMF inden for kort tid tre usædvanligt store lån til Thailand, Indonesien og Korea. Endvidere blev et lån til Filippinerne forlænget og forøget. Lånene blev ydet med baggrund i omfattende økonomisk-politiske stabiliseringsprogrammer, som skulle rette op på ubalancerne og sikre en holdbar økonomisk udvikling. De store lån fra IMF var en del af mere omfattende internationale finansielle hjælpepakker, som i 1997 udgjorde i alt 108 mia. dollar, heraf 35 mia. dollar fra IMF.¹

Omstrukturering af den finansielle sektor var et af hovedelementerne i landenes økonomisk-politiske programmer med IMF. Mange banker blev lukket, og standarder fra Den Internationale Betalingsbank, BIS, vedrørende kapitaldækning skulle fremover overholdes. I Koreas tilfælde blev der tilføjet særlige krav til lovgivning om centralbankens uafhængighed, finanstilsyn, regnskabsførelse og revision. I Thailand, Indonesien og Korea blev der oprettet finansieringsinstitutter, der skulle indkapsle finansielle institutioners nødlidende lån. Finansieringen skete over statsbudgetterne og gennem offentlig låntagning på de internationale kapitalmarkeder. I Indonesien og Korea skulle statslige banker privatiseres.

IMF-programmerne gik endvidere ud på at sikre, at de pengepolitiske rentesatser blev forhøjet, at myndighederne intervererede så lidt som muligt på valutamarkedene (fleksibel valutakurspolitik), samt at eksisterende restriktioner for indadgående kapitalbevægelser blev lempet. Hensigten var at genetablere betingelser for, at kapital kunne strømme til landene. Hertil kom behov for finanspolitiske stramninger afledt af effekterne på budgetterne af det økonomiske tilbageslag og omkostningerne ved omstrukturering af den finansielle sektor. I Indonesien spillede handelsliberaliseringer tillige en vigtig rolle.

Efter Asien-krisen rejste der sig en debat om, hvorvidt de krav, som IMF stillede til den økonomiske politik i programmerne, var med til at forværre krisen i landenes økonomier. Det gjaldt dels de traditionelle stramninger af den økonomiske politik (finans- og pengepolitik), dels de meget specifikke og detaljerede planer for strukturelle reformer, der som noget nyt vægtede tungt i IMF's programmer for Asien. Kritikere af IMF's håndtering af krisen pegede på, at reformerne først burde have

¹ Jf. side 84-88 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1997.

været iværksat, når økonomierne var blevet stabiliseret, da reformerne først ville have virkning på længere sigt.¹

Som opfølgning på kritikken af programmerne i Asien og IMF's manglende forudseenhed med hensyn til krisens komme iværksatte IMF en intern evaluering af programmerne for Thailand, Korea og Indonesien. IMF iværksatte endvidere en ekstern evaluering af sine overvågnings- og forskningsaktiviteter, der blev offentliggjort i september 1999. Det eksterne evalueringsteam blev ledet af canadieren John Crow, og blandt medlemmerne var professor Niels Thygesen fra Københavns Universitet.

Hovedbudskabet i evalueringsrapporten var, at IMF burde koncentrere sine resurser på at overvåge den makroøkonomiske udvikling (valutakurspolitik samt penge- og finanspolitik), men at overvågningen burde udvides til at omfatte den finansielle sektor og ind- og udstrømningen af kapital. Med hensyn til industrilandene burde IMF koncentrere sig om regionerne – dvs. USA, Japan og euroområdet – frem for at fokusere på udviklingen i de enkelte lande. Endvidere skulle IMF helt generelt koncentrere sig om de svagere økonomier – dvs. vækstmarkedsøkonomier – og lande, der havde indgået aftaler med IMF om programmer. Endelig anbefalede evalueringsrapporten, at alle IMF's rapporter om konsultationer med medlemslandene blev offentliggjort.²

RUSLANDS-KRISEN I 1998

Rusland havde gennem længere tid haft problemer med sin økonomi. Efter krisen i Sydøstasien blev landet yderligere ramt af faldende priser på energi. Hertil kom en regeringskrise i foråret 1998, som medførte, at udbetalinger fra IMF til Rusland blev udskudt.³

I juli 1998 blev IMF-programmet fornyet for at forsøge at stabilisere den russiske økonomi og understøtte en fortsat økonomisk reformproces i landet. Der blev aftalt at halvere statens budgetunderskud i 1999. Penge- og valutakurspolitikken skulle videreføres uændret.

I august 1998 opgav de russiske myndigheder at stabilisere valutaen, og der blev indført stop for betalinger på gæld til udlandet, tvungen omlægning af indenlandsk statsgæld og valutarestriktioner.⁴ Foranstaltningerne var alle i strid med IMF-programmet og afskar i praksis Rusland fra de internationale kapitalmarkeder og fra yderligere træk på IMF-lånet.

¹ Jf. Thomas Elkjær, IMF og den internationale finansielle krise, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1998. Blandt de mere markante og prominente kritikere af IMF efter Asien-krisen kan nævnes Joseph E. Stiglitz, *Globalization and Its Discontents*, Penguin, 2002.

² Jf. side 50-51 i Økonomiministeriet, *Det internationale finansielle system – Ny rolle for IMF*, august 2000.

³ Jf. side 49-50 og 86-87 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998.

⁴ Jf. side 6 i Danmarks Nationalbank, *Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene*, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1998.

Sammenbruddet i Rusland førte til fornyet uro på de internationale kapitalmarkeder. Rentespændene mellem de toneangivende statsobligationer i de store industrilande og obligationer med højere kredit- eller likviditetsrisiko steg betydeligt.¹ Udvidelsen af rentespændene var særlig udtalt for obligationsudstedelser fra vækstmarkedsøkonomier, og navnlig Brasiliens valuta kom under pres.

Brasilien fik i december 1998 en international hjælpepakke, som ud over IMF, Verdensbanken og Den Inter-amerikanske Udviklingsbank også bestod af bilaterale lån fra medlemslandene (herunder Danmark) formidlet af BIS. Det tilknyttede stabiliseringsprogram lagde især vægt på at løse Brasiliens finanspolitiske problemer.

ARGENTINA-KRISEN I 2001-03

Ruslandskrisen førte Argentina ind i recession.² Blandt årsagerne var, at Argentina førte fastkurspolitik inden for rammerne af et currency board³, mens landets væsentligste handelspartners valutaer – ikke mindst Brasiliens valuta – var depreciert kraftigt. Resultatet var en betydelig forringelse af Argentinas konkurrenceevne, som vanskeliggjorde et økonomisk opsving. Den langvarige økonomiske nedgang førte til stigende offentligt budgetunderskud og gæld.

Mod slutningen af 2000 førte Argentinas fortsatte økonomiske problemer i stigende grad til usikkerhed om bæredygtigheden af landets gældsbyrde. Investorer viste sig mindre tilbøjelige til at holde argentinske statsobligationer af frygt for en argentinsk betalingsstandsning.

Argentinas problemer førte til, at IMF i januar 2001 tildelte landet et lån på 14 mia. dollar, hvilket for en kortere periode genskabte roen på de finansielle markeder. Vedvarende dårlige økonomiske nøgletal for Argentinas økonomi og politisk ustabilitet førte dog til en fornyet tilidskrise i juli og et nyt IMF-lån på 8 mia. dollar i september 2001.

Mod slutningen af 2001 kulminerede udviklingen. I december 2001 var det planlagt at udbetale 1,2 mia. dollar under låneprogrammet med IMF, men udbetalingen kunne ikke gennemføres på baggrund af den manglende opfyldelse af programbetingelserne. Det argentinske obliga-

¹ Jf. Leif Lybecker Eskesen, Er sidste efterårs finansielle krise ovre?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1999.

² Argentinas krise i 2001 er detaljeret behandlet i Morten Roed Sørensen, Argentinas kriser, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2001; Jens Thomsen, Flere årsager til Argentinas krise, *Udenrigs*, nr. 3, 2002; og Michael Mussa, Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy, *Institute for International Economics Policy Analyses*, nr. 67, juli 2002.

³ Et currency board er en vidtgående form for fastkurspolitik. I lande med currency boards bygger pengepolitikken på, at den indenlandske pengebase (dvs. sedler og mønter samt bankernes indskud i centralbanken) er fuldt dækket af udenlandsk valuta og guld. Samtidig kan enhver frit og uden begrænsninger veksle til og fra ankervalutaen til en fast kurs, jf. Ulrik Bie og Niels Peter Hahnemann, Currency boards, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2000.

tionsrentespænd i forhold til USA lå i omegnen af 40-50 procentpoint, og i begyndelsen af 2002 gik landet i betalingsstandsning. Endvidere blev den ti år gamle fastkurspolitik opgivet.¹

Argentina forhandlede gennem 2002 uden resultater med IMF om et nyt program. I begyndelsen af 2003 godkendte IMF's bestyrelse et overgangsprogram på 3 mia. dollar, hvorefter Argentina fik henstand med afdrag og rentebetaling, der forfaldt på det igangværende program. Umiddelbart før IMF godkendte overgangsprogrammet, blev restancer i forhold til Verdensbanken og Den Inter-amerikanske Udviklingsbank indfriet, således at Argentina igen kunne indgå låneaftaler med de internationale organisationer.²

Argentinas regering indgik en aftale med IMF om et nyt 3-årigt låneprogram på knap 9 mia. SDR i september 2003. En af de væsentligste betingelser i aftalen var, at Argentina fik forhandlet en aftale med kreditorer i den private sektor på plads. Forud for aftalens indgåelse havde Argentina misligholdt en betaling på 2,1 mia. SDR til IMF. Det var den største restance i IMF's historie, og Argentina var samtidig det første større land, der misligholdt sine forpligtelser over for IMF. Ved drøftelsen i IMF's bestyrelse om det nye låneprogram undlod det nordisk-baltiske bestyrelsesmedlem, sammen med repræsentanter fra en række andre lande, at stemme for programmet, idet det ikke vurderedes at opfylde en række af de væsentlige betingelser, der normalt stilles til lande med økonomiske kriser. Bl.a. indeholdt programmet kun overordnede hensigtserklæringer om de nødvendige reformer af de offentlige finanser og banksektoren. De argentinske myndigheder havde heller ikke indgået en aftale om at omstrukturere statsgælden til de private kreditorer, som siden december 2001 hverken havde modtaget rente eller afdrag.³

Den økonomiske genopretning i Argentina fortsatte i 2004-05. Højere varepriser og en konkurrencedygtig eksportsektor bidrog til at forøge valutareserven. I 2005 blev kreditorerne tilbudt en ombytning af misligholdte obligationer for omkring 100 mia. dollar⁴, ligesom Argentina valgte førtidigt at tilbagebetale den resterende del af landets gæld til IMF.⁵

¹ Jf. side 42 og 81 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2001.

² Jf. side 81-82 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2002.

³ Jf. side 82-83 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2003.

⁴ Omlægningen medførte en nedskrivning af kreditorernes fordringer med ca. 75 pct., jf. side 39-40 i Jens Thomsen, *Rente og risiko*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2005.

⁵ Jf. side 81 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2004; og side 77 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2005.

ØGET ÅBENHED OG STYRKELSE AF IMF'S OVERVÅGNING AF FINANSIEL STABILITET

Kritikken og evalueringen af IMF efter Asien-krise var med til at sætte gang i en række tiltag til styrkelse af IMF's arbejde med at forebygge kriser. Erfaringerne fra de lande, som var blevet ramt af finansielle kriser, pegede på et behov for større gennemsigtighed i landenes tilrettelæggelse af deres økonomiske politik. Endvidere var der behov for at sikre, at internationale standarder for tilsyn med finansielle virksomheder blev implementeret i alle medlemslande, så den finansielle sektor blev mindre følsom over for uforudsete stød.¹

I slutningen af 1998 og i foråret 1999 vedtog IMF's bestyrelse en række udvidelser af SDDS fra 1996 samtidig med, at IMF generelt skærpede overvågningen af, om landene overholdt standarden. De nye retningslinjer indebar, at der skulle offentliggøres statistik over valutareserver på et langt mere detaljeret grundlag end hidtil. Opgørelsen skulle bl.a. indeholde oplysninger om, hvilke forpligtelser der knyttede sig til valutareserven. Desuden skulle opgørelsen omfatte oplysninger om statens aktiver og passiver i udenlandsk valuta. Det blev endvidere varslet, at SDDS fra udgangen af 2001 ville omfatte krav om at offentliggøre oplysninger om landenes samlede aktiver og passiver over for udlandet.²

IMF igangsatte ligeledes et arbejde med bedre overvågning af landenes eksterne sårbarhed gennem hjælp til forbedret gælds- og valutareservestyring og analyser af spørgsmål relateret til kapitalbalancen.³

Desuden iværksatte IMF et projekt med offentliggørelse af de rapporter, som blev udarbejdet om medlemslandene. Det drejede sig både om de almindelige analyser af den økonomiske udvikling i medlemslandene (artikel IV-rapporter) og de rapporter, der blev udarbejdet, når et land anmodede om lån fra IMF. Det var frivilligt, om medlemslandene ville have rapporterne offentliggjort. Danmark støttede ønskerne om øget åbenhed omkring IMF's arbejde og gav i 1999 tilslutning til, at IMF's rapporter om Danmark kunne offentliggøres.⁴ Nationalbanken begyndte endvidere i 2004 at offentliggøre halvårslige rapporter om nordisk-baltiske holdninger til diskussioner og beslutninger i IMF på bankens hjemmeside.⁵

I 1999 blev der endvidere i samarbejde med Verdensbanken gennemført initiativer til at styrke IMF's arbejde med at overvåge den finansielle sektor i form af et nyt "Financial Sector Assessment Program", FSAP.

¹ Jf. side 89 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1999.

² Jf. side 90-91 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1999.

³ Jf. side 89 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000.

⁴ Jf. side 13 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1999.

⁵ Jf. side 80 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2004.

Under FSAP skulle IMF (og Verdensbanken for så vidt angik vækstmarkedsøkonomier) foretage en gennemgang af de enkelte medlemslandes finansielle systemer med henblik på at vurdere stabiliteten og identificere eventuelle svagheder.

En central del af FSAP var at udarbejde af en samlet oversigt over et lands opfyldelse af gældende internationale standarder og adfærdskodeks omkring pengepolitik, finanstilsyn, betalingssystemer og værdipapirhandel. Det var frivilligt for IMF's medlemslande, om de ville deltage i et FSAP-program.

Det gennemgående princip var, at FSAP-rapporterne skulle offentliggøres. Myndighederne fik dog efter aftale med IMF mulighed for at fjerne markedsfølsom information og oplysninger, der kunne identificere enkeltpersoner eller enkeltinstitutioner.¹

I 2005-06 gennemførte Danmark FSAP-programmet.² Efterfølgende udfærdigede IMF en række rapporter om Danmark, som efter diskussion i IMF's bestyrelse blev offentliggjort i oktober 2006. Det var IMF's overordnede vurdering, at de finansielle systemer i Danmark var modstandsdygtige, og at tilsynet med dem fungerede godt. IMF's bedømmelse af systemerne for betalinger og afvikling var ligeledes altovervejende positiv. Den finansielle infrastruktur blev således betegnet som veludviklet og baseret på teknologisk avancerede løsninger. De enkelte systemer opfyldte desuden i vid udstrækning de internationale standarder. IMF's gennemgang afdækkede dog enkelte områder, hvor der var mulighed for at styrke betalingsformidlingen i Danmark.³

I april 2009 havde mere end 140 ud af IMF's i alt 185 medlemslande gennemført eller var i gang med at gennemføre FSAP-programmet.⁴

IMF's LÅNEBETINGELSER OG LÅNEGRÆNSER

Efter Asien-krisen i 1997-98 blev IMF's lånebetingelser ligeledes udsat for kritik. Det foranledigede, at regelsættet blev gennemgået i 2001. Målet var at finde en passende balance mellem at reducere antallet af lånebetingelser og sikre, at de nødvendige økonomisk-politiske indgreb ville blive foretaget.⁵

¹ Jf. side 84-85 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2001.

² Jf. side 67-68 og 80-81 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2006; Gitte Wallin Pedersen, Gennemgang af det finansielle system i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2005; og Gitte Wallin Pedersen, IMF's gennemgang af den finansielle sektor i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2006.

³ Jf. boks 8 om "IMF's syn på de danske betalings- og afviklingssystemer" i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2008.

⁴ Jf. side 41 og side 69 i IMF, *Annual Report*, 2009.

⁵ Jf. side 83-84 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2001.

LÅNEARRANGEMENTER, HVOR UNDTAGELSESREGLER FRA NORMALE
REGLER FOR LÅNEGRÆNSER HAR VÆRET ANVENDT, 1995-2002

Tabel 9.1

Land	Dato	Pct. af kvote
Mexico	01-02-1995	688
Thailand	20-08-1997	505
Indonesien I	05-11-1997	490
Korea I	04-12-1997	1.938
Korea II	18-12-1997	1.244
Rusland	20-07-1998	197
Indonesien II	25-08-1998	312
Brasilien I	02-12-1998	538
Indonesien III	25-03-1999	34
Indonesien IV	04-02-2000	175
Tyrkiet I	21-12-2000	600
Argentina I	12-01-2001	245
Tyrkiet II	15-05-2001	660
Argentina II	07-09-2001	301
Brasilien II	14-09-2001	400
Tyrkiet III	04-02-2002	1.330
Uruguay I	25-06-2002	378
Uruguay II	08-08-2002	123
Brasilien III	06-09-2002	752

Anm.: IMF's normale regler for lånegrænser indebærer, at et land maksimalt kan trække på andre lande svarende til 100 pct. af landets kapitalandel (kvote) i IMF i et enkelt år og samlet over flere år maksimalt 300 pct.

Kilde: Side 106 i Ole Hollensen, Nye mekanismer for omlægning af kriseramte landes offentlige gæld, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2003.

IMF's regler for lånegrænser blev ligeledes taget op til overvejelse efter Asien-krisen. IMF's regler for lånegrænser tillod normalt, at lande maksimalt kunne låne op til 100 pct. af deres kvote i et enkelt år og sammenlagt 300 pct. over flere år. Reglerne kunne dog fraviges, såfremt særlige forhold gjorde sig gældende, og siden krisen i Mexico i 1994-95 var det hyppigere blevet nødvendigt at dispensere fra de normale lånegrænseregler for at dæmme op for akutte betalingsbalancekriser, jf. tabel 9.1.

De store IMF-lån betød reelt, at private kreditorer kunne opsiges deres lån og trække sig tilbage uden tab efter i en årrække at have foretaget udlån med relativt høje afkast. Der blev derfor i 2000 opnået enighed om, at IMF skulle undersøge, hvorledes et land kunne inddrage private kreditorer i løsningen af landets finansielle krise, såfremt landet søgte om betalingsbalancestøtte.¹

I foråret 2003 vedtog IMF endvidere nye principper for, hvornår der kunne dispenseres fra IMF's lånegrænseregler²:

¹ Jf. side 89 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000; side 82 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2001; side 82 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2002; og Ole Hollensen, Nye mekanismer for omlægning af kriseramte landes offentlige gæld, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2003.

² Jf. side 83-84 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2003.

- Det låntagende land skulle være udsat for så omfattende en betalingsbalancekrise på grund af udadgående kapitalbevægelser, at behovet for IMF's assistance ikke kunne holdes inden for de normale lånegrænser.
- Der skulle være en stor sandsynlighed for, at landets gældsudvikling ville være håndterlig ved udløbet af det økonomisk-politiske program, der blev aftalt med IMF.
- Det låntagende land skulle have gode muligheder for igen at vende tilbage til almindelig låntagning på det private kapitalmarked.
- Der skulle være en rimelig sandsynlighed for, at landet havde tilstrækkelig institutionel kapacitet og politisk opbakning til at kunne gennemføre det pågældende program.

OPRETTELSE AF EN UAFHÆNGIG EVALUERINGSSENHED

IMF oprettede i 2001 en uafhængig evalueringsenhed, Independent Evaluation Office, IEO, med direkte reference til IMF's bestyrelse. Enheden var uafhængig af fondens stab og ledelse og blev grundlagt for at få udarbejdet uvildige evalueringer. IEO skulle have fuld adgang til IMF's arkiver og selv – efter konsultation af IMF's bestyrelse og andre interessenter – fastlægge, hvilke områder der skulle evalueres. Enheden skulle offentliggøre sine rapporter på IMF's hjemmeside.¹

I 2004 fremlagde IEO en rapport om behandlingen af 1990'ernes låneprogrammer med Argentina. Den indeholdt kritik af de argentinske myndigheder for ikke at implementere aftalte reformer og budgetkrav. Der var ligeledes kritik af IMF's accept af løbende afvigelser fra de økonomisk-politiske programkrav og manglende diskussion af valutakurspolitikken.²

IEO udsendte i 2006 en evaluering af FSAP-programmet³. Konklusionen var, at FSAP-initiativet havde bidraget til at øge IMF's forståelse af den finansielle sektor i dets medlemslande og forbedre overvågningen af medlemslandenes økonomier. Det blev dog også nævnt, at der stadig var plads til at forbedre kvaliteten af FSAP.

I 2007 fremlagde IEO en evaluering af IMF's arbejde på valutakursområdet. Det blev anbefalet, at IMF styrkede arbejdet på det analytiske og politikorienterede plan, herunder i forbindelse med vurderinger af, om et lands valutapolitik skabte ekstern ubalance.⁴ Som opfølgning på kri-

¹ Jf. side 89 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000; og side 82 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2004.

² Jf. side 82 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2004.

³ Jf. IMF Independent Evaluation Office, *Report on the Evaluation of the Financial Sector Assessment Program*, januar 2006.

⁴ Jf. Søren Vester Sørensen, Reale effektive ligevægtsvalutakurser for Danmark, Danmarks Nationalbank, *Working Paper*, nr. 58, 2008.

tikken gennemførte IMF i 2007 en ny ramme for den bilaterale overvågning af medlemslandene, som indebar større fokus på den eksterne stabilitet og herunder medlemslandenes valutakurspolitik.¹

TILDELINGER AF SDR

På IMF's årsmøde i 1967 blev der vedtaget en resolution om at etablere et system med særlige trækingsrettigheder, Special Drawing Rights, SDR, for at dække behovet for øget international likviditet.² SDR skulle udstedes af IMF og tildeles medlemslandenes centralbanker, som kunne benytte de tildelte SDR på linje med andre valutareserveaktiver. Det skulle være muligt for lande med behov for "hård" valuta at omvexle SDR hos lande med overskydende international likviditet.

Den første tildeling af SDR fandt sted i 1970-72. Værdien af en SDR var oprindeligt fastsat i forhold til guld, hvorfor SDR også gik under navnet "papirguld". I 1973 blev værdien af SDR fastsat i forhold til dollar og fra 1974 i forhold til en sammenvejjet kurv af 16 valutaer. I 1981 blev kurven reduceret til kun at omfatte de 5 mest internationalt benyttede valutaer (dollar, D-mark, franske francs, yen og britiske pund). Med euroens indførelse i 1999 kom valutakurven til at bestå af dollar, euro, yen og britiske pund.³

Selv om systemet med SDR aldrig kom til at spille den væsentlige rolle for verdens valutaer, som det oprindeligt var tanken, blev det på IMF's årsmøde i 1997 besluttet at foretage en særlig engangstildeling af SDR for at tilgodese medlemslande, der var blevet medlem af IMF efter 1981, hvor den seneste tildeling havde fundet sted. Engangstildelingen kunne dog først træde i kraft, når tre femtedele af medlemslandene med mindst 85 pct. af stemmerne havde ratificeret tildelingen.

Efter anmodning fra G20⁴-topmødet i april 2009 besluttede IMF i lyset af finanskrisen at tildele medlemslandene SDR for 291 mia. dollar. En mindre del af tildelingen (34 mia. dollar) var effektivering af beslutningen fra 1997. Tildelingerne af SDR indebar en forøgelse af Danmarks SDR-tildeling med i alt omkring 1,4 mia. SDR svarende til omkring 11 mia. kr.⁵

¹ Jf. side 79 i Helene Kronholm Bohn-Jespersen, IMF under forandring, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2008.

² Jf. side 104-105 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

³ Jf. side 89-90 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998.

⁴ G20 blev nedsat i 1999 og består af finansministre og centralbankchefer fra følgende 19 lande: Argentina, Australien, Brasilien, Canada, Frankrig, Indien, Indonesien, Italien, Japan, Kina, Mexico, Rusland, Saudi Arabien, Storbritannien, Sydafrika, Sydkorea, Tyrkiet, Tyskland og USA. EU er det 20. medlem og repræsenteres af henholdsvis Europa-Kommissionen og Den Europæiske Centralbank.

⁵ Jf. side 87 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1997; og Thomas Krabbe og Søren Vester Sørensen, Nationalbankens finansielle mellemværender med Den Internationale Valutafond, IMF, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2009.

IMF SOM ORGANISATION

IMF har ifølge sine artikler fra 1944 til formål at virke for øget internationalt monetært samarbejde, at fremme international handel, høj beskæftigelse og valutakursstabilitet, at bidrage til frie og uhindrede betalinger mellem medlemslandene samt at støtte medlemslande i betalingsbalancevanskeligheder.¹

Selv om IMF's formål blev formuleret i en helt anden tid, hvor verden endnu var præget af den protektionisme og bilateralisering af verdenshandlen, som var et produkt af 1930'ernes krise, har formålene vist sig at være levedygtige over tid. IMF har med udgangspunkt i sin formålsparagraf løbende fornyet sig gennem årene for at sikre, at organisationen fortsat tilfører medlemslandene værdi som international samarbejdsorganisation.²

Gennem 1990'erne og den første halvdel af 2000'erne fik IMF en ny rolle med hensyn til at udarbejde standarder for god regeringsførelse og centralbankvirksomhed i form af fx vejledninger for god praksis for at udarbejde offentlige budgetter, procedurer for at bekæmpe korrupsion, anbefalinger om gennemsigtighed i pengepolitikken og et effektivt finansielt tilsyn samt standarder for at udarbejde troværdig økonomisk statistik.³

I IMF's landekonsultationer blev fokus rettet mod, om der var potentielle for yderligere forbedringer i retning af den "best practice", der var nedfældet i de nævnte standarder og koder. Det var ikke alene et godt fundament i forhold til IMF's eksaminationer af mindre udviklede lande. Det gav ligeledes basis for at revitalisere og fokusere IMF's bilaterale dialog med industrilandene, som i løbet af 1970'erne og 1980'erne gradvis var blevet præget af, at industrilandene ikke længere havde behov for at optage lån i IMF. Det havde begrænset IMF's rolle til at overvåge den økonomiske politik og udvikling.⁴ I takt med væksten i antallet af øvrige iagttagere (såsom interesseorganisationer, private banker og uafhængige tænketanke), som analyserede den økonomiske og politiske udvikling i industrilandene, tilførte IMF's detaljerede og ufokuserede analyser af de enkelte industrilande mindre selvstændig værdi end tidligere.

¹ Jf. "Articles of Agreement of the International Monetary Fund" på IMF's hjemmeside (www.imf.org).

² Jf. Rodrigo de Rato, Is the IMF's Mandate Still Relevant?, *Global Agenda*, januar 2005; James M. Boughton, The IMF and the Force of History: Ten Events and Ten Ideas That Have Shaped the Institution, *IMF Working Paper*, nr. 04/75, maj 2004; samt Michael D. Bordo og Harold James, The International Monetary Fund: Its Present Role in Historical Perspective, *NBER Working Paper*, nr. 7724, juni 2000.

³ Jf. side 10 i Økonomiministeriet, *Det internationale finansielle system – Ny rolle for IMF*, august 2000.

⁴ Jf. side 73 i Økonomiministeriet, *Det internationale finansielle system – Ny rolle for IMF*, august 2000.

ANTAL ANSATTE I IMF 1990-2009			Tabel 9.2
	1990	2009	Ændring
	Antal personer		Pct.
I alt	1.774	2.357	33
Heraf antal økonomer	713	1.255	76

Kilde: IMF, *Annual Report*, 2010. Webtable 5.3.

De mange tilfælde af finansielle kriser førte ligeledes til, at IMF satte ind på at styrke sin analytiske kapacitet vedrørende de globale finansielle markeder og finansiell stabilitet. Det afspejlede sig i organisationens personaleforbrug. Antallet af ansatte steg fra 1.774 i 1990 til 2.357 i 2009, og den større analyseindsats viste sig navnlig i en betydelig vækst i antallet af økonomer, jf. tabel 9.2.

Endelig var udviklingen gennem 1990'erne og 2000'erne præget af en væsentlig øget grad af åbenhed omkring IMF's arbejde, jf. tidligere.

SUPPLEMENT A

Betalingsformidling og den finansielle infrastruktur

UDVIKLINGEN PÅ DETAILBETALINGSOMRÅDET

I årene efter 1990 skete der markante ændringer i danskernes brug af betalingsinstrumenter til privat forbrug, jf. figur A.1. Betalinger med sedler, mønt, checks og giro blev markant reduceret, mens omfanget af elektroniske betalinger¹ steg.

Dankortet – et betalingskort (debetkort²) knyttet til en konto i et pengeinstitut – blev introduceret i 1983.³ I begyndelsen var betalinger via Dankort baseret på papirnotaer ved anvendelse af mekaniske betalings-terminaler ("fluesmækkere"). I 1984 indførte pengeinstitutterne uden-dørs hæveautomater, der gjorde det muligt at hæve kontanter døgnet rundt. Det elektroniske Dankortsystem, hvor Dankortet kunne benyttes til betaling "online" i butikker via kortterminaler, blev testet i 1984 og lanceret landsdækkende i 1985.⁴

Frem til 1986 var betalinger med Dankort fortsat domineret af papirnotaer, men herefter vandt elektroniske kortbetalinger hurtigt frem og blev altdominerende. Fra 1998 blev det ligeledes muligt at anvende Dankortet til betalinger via internettet, og de papirbaserede fluesmækkere kunne udfases endeligt ved udgangen af 2007⁵. I 1991 passerede værdien af Dankortbetalinger mere end 10 pct. af det private forbrug og nåede i 2009 op på 34 pct., jf. figur A.2.

På trods af det øgede omfang af elektroniske betalinger var der en vis stigning i det udestående seddel- og møntomløb målt i forhold til privatforbruget (kontantbrøken). Beregninger tyder dog på, at kontanter anvendt til egentlige detailbetalinger aftog gennem perioden.⁶ Stigningen i kontantbrøken skulle formentlig ses på baggrund af nedgangen i

¹ Via elektroniske betalingskort (som fx Dankort og MasterCard) og betalingsservice, hvor betalingsmodtageren kan trække regningsbeløb direkte på betalerens konto.

² Dvs. et betalingskort, der kan anvendes til at hæve kontanter og købe varer og tjenester ved direkte træk på kortholders indestående i en bank.

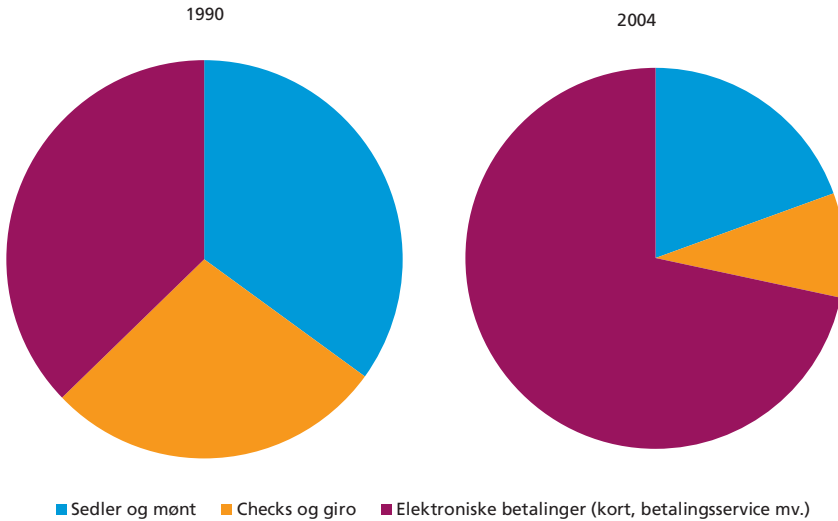
³ Jf. side 378-379 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

⁴ Jf. side 131 i Danmarks Nationalbank, *Betalingsformidling i Danmark*, 2005.

⁵ Jf. pressemeddelelse fra PBS om "Fluesmækkeren går på pension" af 18. oktober 2007.

⁶ Jf. Maria Carlsen og Johanne Dinesen Riishøj, Brug af kontanter i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Working Paper*, nr. 41, oktober 2006.

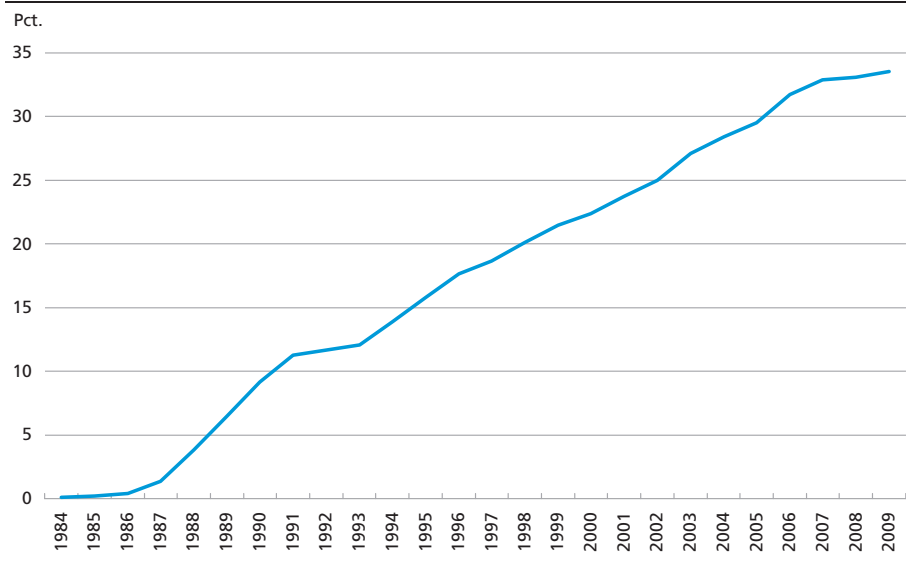
BETALINGSINSTRUMENTER ANVENDT TIL PRIVAT FORBRUG 1990 OG 2004 Figur A.1



Kilde: Maria Carlsen og Johanne Dinesen Riishøj, Brug af kontanter i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Working Paper*, nr. 41, oktober 2006.

renter og inflation, som reducerede omkostningen ved at holde formue i kontanter frem for bankindsud eller værdipapirer. Undersøgelser tydede endvidere på, at den sorte økonomi voksede gennem 1980'erne og

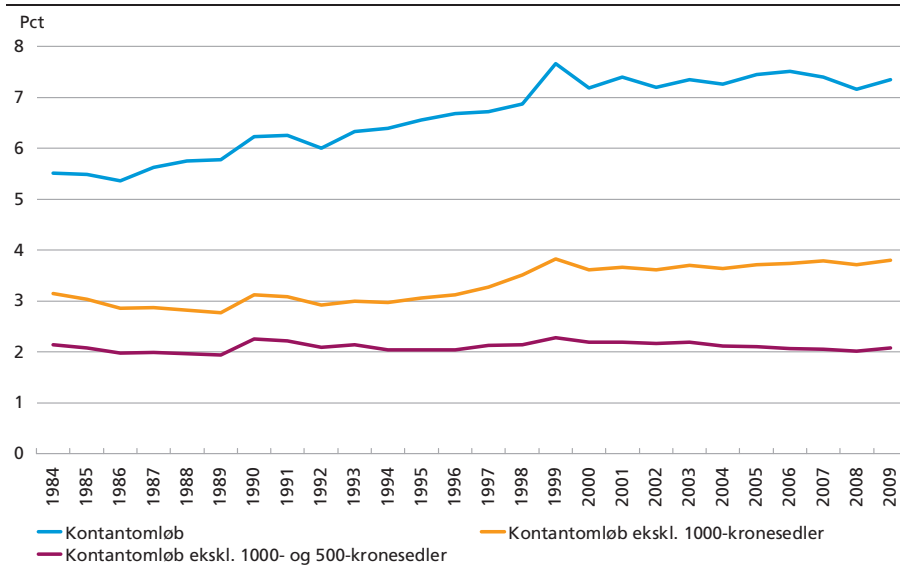
VÆRDIEN AF DANKORTBETALINGER I PROCENT AF DET PRIVATE FORBRUG 1984-2009 Figur A.2



Kilde: Danmarks Statistik og PBS.

KONTANTOMLØBET I PROCENT AF DET PRIVATE FORBRUG 1984-2009

Figur A.3



Anm.: Kontantomløb er opgjort som seddel- og møntomløbet ultimo året.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik.

den første del af 1990'erne, hvilket kan have øget efterspørgslen efter sedler med høj pålydende værdi.¹ Det hører med til billedet, at 500-kronesedler i den sidste del af perioden blev mere udbredte i pengeautomater. Kontantomløbet ekskl. 500- og 1000-kronesedler udgjorde en stabil andel af privatforbruget i perioden efter 1990, jf. figur A.3.

I 1993 blev Danmønt introduceret på landsplan efter at have været anvendt på forsøgsbasis i Næstved siden 1. september 1992. Der var tale om et forudbetalt ikke-genopladeligt elektronisk småpengekort, der var tiltænkt som elektronisk betalingsmiddel ved mindre betalinger som alternativ til kontanter.² Danmønt-kortet blev dog aldrig nogen succes og blev udfaset i 2005. Det manglende gennemslag for Danmønt skal formentlig ses i lyset af den store udbredelse af Dankortet som gebyrfrit betalingsmiddel.

I årene efter årtusindskiftet blev der så småt eksperimenteret med forskellige former for betalingsløsninger, hvor en kunde kunne købe produkter via telefon/mobiltelefon og få varernes pris tilskrevet på telefonregningen.³

¹ Jf. side 44 i Erik Haller Pedersen og Tom Wagener, Seddel- og møntomløbet i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, November 1996.

² Jf. Jan Thorndal, Småpengekort, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, August 1994.

³ Jf. side 138 i Danmarks Nationalbank, *Betalingsformidling i Danmark*, 2005; Jesper Bakkegaard, Mobilbetalinger, Danmarks Nationalbank, *Working Paper*, nr. 63, oktober 2009; og Jesper Bakkegaard, Nye betalingsinstrumenter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2010.

SAGAEN OM DANKORTGEBYRER

Lige fra Dankortets introduktion i midten af 1980'erne var spørgsmålet om gebyrer for kortanvendelsen genstand for stor politisk opmærksomhed.¹ I begyndelsen var kortholder pålagt et gebyr på 50 øre pr. transaktion. Derudover skulle de forretninger, der tilsluttede sig systemet, selv dække omkostningerne ved anskaffelse og drift af terminalerne. Pengeinstitutterne dækkede udgifterne til etablering og drift af Dankortsystemet.

Forbrugerne havde svært ved at acceptere gebyret på 50 øre pr. transaktion, og det bortfaldt pr. 1. januar 1985. Det enkelte pengeinstitut kunne dog opkræve et særskilt kortholdergebyr svarende til gebyrstrukturen for checkbrugere.

At Dankortet i opstartsperioden var et papirbaseret system betød, at behandlingen af Dankorttransaktionerne var tidskrævende. Gebyrpolitikken over for forretningerne blev derfor ændret. Forretninger, der blot afleverede papirnotater fra transaktionerne, skulle betale et gebyr på 2 kr. pr. transaktion, mens forretninger, der indtastede og afleverede deres transaktioner på magnetbånd, kunne nøjes med at betale et transaktionsgebyr på ned til 15 øre. For at få detailhandlen til at støtte lanceringen af det elektroniske Dankortsystem, blev forretningernes transaktionsgebyr suspenderet frem til 1. april 1985. Herefter var det planen, at gebyret skulle genindføres for de forretninger, der ikke havde aftalt at tilslutte sig det elektroniske Dankortsystem.

Forretningernes gebyr blev imidlertid ikke genindført som planlagt, idet Folketinget i 1985 vedtog, at kortudsteders omkostninger ikke kunne pålægges betalingsmodtagere.² Med en ændring af betalingskortloven i 1999 blev det dog vedtaget, at bestemmelsen kun gjaldt for den fysiske handel for at få pengeinstitutterne til at investere i sikre systemer, der kunne anvendes ved internethandel. Internetforretninger kunne derfor pålægges et gebyr af bankerne, når kunden anvendte Dankort. Samtidig var der i bemærkningerne til lovforslaget lagt op til, at der på sigt under visse forudsætninger ligeledes skulle være mulighed for at opkræve gebyrer i den fysiske detailhandel.

Nationalbanken støttede i sit høringssvar denne liberalisering af betalingskortloven, som efter Nationalbankens opfattelse ville bidrage til at fremtidssikre Dankortet:

¹ Jf. side 133-136 i Danmarks Nationalbank, *Betalingsformidling i Danmark*, 2005.

² Lovregulering på et sådant område var på daværende tidspunkt et særsyn i international sammenhæng.

"... Forslaget indebærer en ophævelse af betalingskortlovens § 20, som forbyder bankerne at pålægge de handlende gebyrer for brug af Dankortet. I første omgang gælder ophævelsen kun for betalinger på Internettet. Om 3 år kan bankerne også opkræve gebyrer i detailhandelen, hvis der er opnået reel konkurrence på området.

En videreudvikling af betalingsteknologien vil være en fordel for såvel pengeinstitutterne som detailhandelen og forbrugerne. § 20 betyder imidlertid, at detailhandelen ikke kan påføres dele af omkostningerne. Det hæmmer i et vist omfang pengeinstitutternes tilskyndelse til at videreudvikle teknologien.

Nationalbanken har traditionelt støttet opbygningen af en fælles infrastruktur på betalingsformidlingsområdet. Den fælles infrastruktur må anses for at være et betydeligt gode. Målet må derfor være en liberalisering af betalingskortloven uden samtidig at ødelægge kernen i den fælles infrastruktur."¹

I april 2003 indgik Økonomi- og Erhvervsministeriet et Dankortforlig med Dansk Handel & Service, Forbrugerrådet og Finansrådet om nye gebyrregler. Pengeinstitutterne kunne fra og med 1. januar 2005 opkræve et gebyr på op til 50 øre hos forretningerne, når kunderne betalte med Dankort forsynet med chip, som gav større sikkerhed mod svindel end de hidtidige Dankort med magnetstriben. Forretningerne kunne vælge at opkræve gebyret hos forbrugerne. I sit høringssvar om forslaget til ændring af loven om visse betalingsmidler udtrykte Nationalbanken tilfredshed med, at der var opnået et forlig, der kunne sikre Dankortets fremtid:

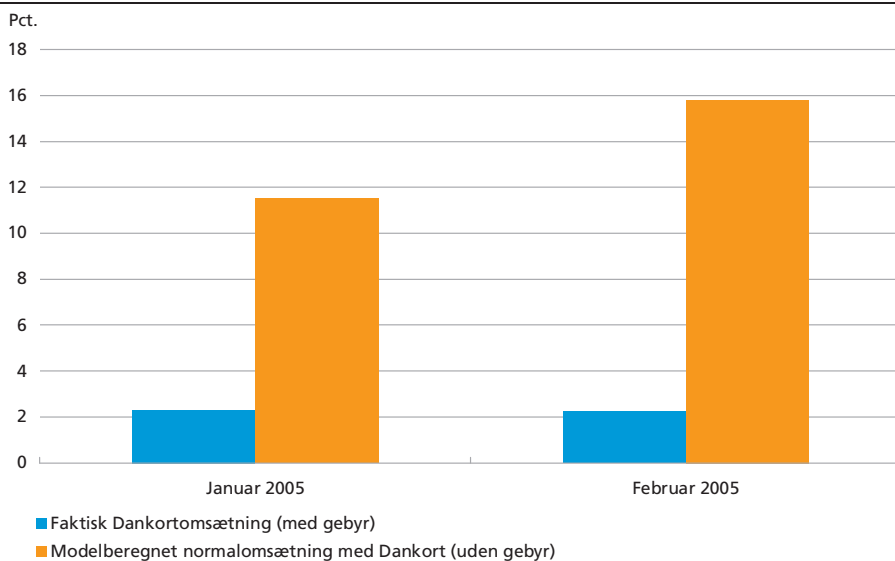
"Lovforslaget indebærer, at den eksisterende fælles infrastruktur bevares samtidig med, at der ikke er hindringer for en videreudvikling af den. Nationalbanken har ved mange lejligheder understreget betydningen af disse forhold, ligesom man har lagt vægt på, at der er konkurrence på betalingskortområdet. Nationalbanken hilser med tilfredshed, at det trods en vanskelig balance mellem modsat rettede interesser lykkedes at opnå et forlig om dankortets fremtid."²

¹ Citat fra side 77 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998.

² Citat fra brev af 9. maj 2003 fra Danmarks Nationalbank til Økonomi- og Erhvervsministeriet angående "Høring om forslag til lov om ændring af lov om visse betalingsmidler" (offentliggjort på Nationalbankens hjemmeside).

EFFEKT AF GEBYR PÅ ÅR TIL ÅR-VÆKSTEN I DANKORTOMSÆTNINGEN

Figur A.4



Anm.: Den modelberegne normalomsætning med Dankort – dvs. den omsætning, som ville være forekommet, såfremt der ikke var blevet indført gebyr på Dankort-transaktioner – er beregnet på basis af detailomsætningsindekset via Nationalbankens Dankortmodel, jf. boks 5 om "Dankortbetalinger som indikator for detailomsætningen" i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2005; Maria Carlsen og Peter E. Storgaard, Dankortbetalinger og detailomsætning, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2010; samt Maria Carlsen og Peter E. Storgaard, Dankort payments as a timely indicator of retail sales in Denmark, Danmarks Nationalbank, *Working Papers*, nr. 66, marts 2010.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik og PBS.

I løbet af 2004 blev alle magnetstribebaserede Dankort udskiftet med chipbaserede kort. I praksis valgte pengeinstitutterne at opkræve forretningerne det maksimale gebyr på 50 øre pr. transaktion. Forretningerne valgte stort set alle at overvælte de 50 øre på forbrugerne, hvilket rejste voldsom kritik blandt forbrugere og klart viste sig i brugen af kortet til betalingsformål, jf. figur A.4.

Under valgkampen op til folketingsvalget i februar 2005 blev det fremført som et valgløfte, at forbrugerne ville blive fritaget for gebyret. På baggrund heraf indkaldte Økonomi- og Erhvervsministeriet repræsentanter fra Finansrådet og Dansk Handel & Service til forhandlinger om Dankortets fremtid. De mundede ud i, at forbrugernes gebyr på 50 øre blev afskaffet pr. 1. marts 2005. Til gengæld skulle forretningerne betale til kortets infrastruktur via et årligt abonnement.

I forbindelse med debatten om Dankortgebyrer i 2005 blev der fremsat forslag om, at Nationalbanken burde overtage driften af Dankortet. Nationalbanken udsendte i forbindelse hermed en udtalelse, hvoraf det fremgik, at drift af et system som Dankortet lå uden for opgaverne som centralbank:

"Nationalbanken finder, at det ligger helt udenfor vores opgaver som centralbank at være ansvarlig for driften af et system som Dankortet. Dankortet er en elektronisk adgang til en konto i et pengeinstitut, og det skal derfor sammenlignes med en elektronisk check og ikke med sedler og mønter."¹

KONTANTFORSYNINGEN

Kontantforsyning efter nedlæggelsen af Nationalbankens filialer

Indtil slutningen af 1980'erne blev kontantforsyningen på Fyn og i Jylland varetaget af Nationalbankens filialer i provinsen, mens distributionen øst for Storebælt og i Grønland foregik fra hovedsædet i København. Filialerne var oprindeligt blevet etableret i en tid, hvor Nationalbanken ud over egentlige centralbankopgaver også i et vist omfang drev traditionel bankvirksomhed såsom vekseldiskontering. Efterhånden som disse opgaver faldt bort, var kontantforsyningen eneste tilbageværende forretningsområde for filialerne, og det blev urentabelt at opretholde driften af dem.

I forbindelse med nedlæggelsen af Nationalbankens sidste filialer i 1989 blev der indledt forhandlinger med pengeinstitutternes organisationer om at etablere en ny ordning for kontantforsyningen.² Det var Nationalbankens overordnede synspunkt, at kontantudvekslingen så vidt muligt skulle ske decentralt mellem pengeinstitutterne i de enkelte lokalområder for at reducere antallet af pengetransporter. Lokale udvekslinger sparede transporttid og dermed rentedage for pengeinstitutterne. Det var ligeledes sikkerhedsmæssigt en fordel at undgå mange og lange transporter.

Den model, der i 1990 og de følgende år blev indført på kontantforsyningsområdet, indebar, at Nationalbanken fortsat varetog seddeldistributionen på Sjælland fra hovedsædet i København, mens der blev etableret kontantdepoter hos pengeinstitutter vest for Storebælt samt på Lolland-Falster, Bornholm og i Grønland. Depotterne skulle forpligte sig til at være åbne for ind- og udbetalinger af kontanter fra samtlige pengeinstitutter og posthuse i de enkelte lokalområder, og de skulle være leveringsdygtige i alle seddeltyper. Kassable sedler skulle opsamles i depotterne og hentes af eller sendes pr. post til Nationalbanken. Recirkuler-

¹ Jf. Danmarks Nationalbanks "Udtalelse vedrørende Nationalbanken og Dankortet" af 22. februar 2005 (offentliggjort på Nationalbankens hjemmeside).

² Jf. Tom Wagener, Det danske kontantforsyningsystem, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1998.

bare sedler skulle uden omkostninger for depoterne kunne sendes til og rekvireres fra Nationalbanken. Nationalbanken forpligtede sig endvidere til at modtage og sende kontanter pr. post fra og til de pengeinstitutter i provinsen, som på grund af manglende transportfaciliteter ikke var i stand til at benytte depotsystemet.

Efter en prøveordning blev det første kontantdepot etableret i Hjørring den 1. januar 1990. Ved udgangen af 1990 var der etableret 16 kontantdepoter. Året efter blev der etableret yderligere to depoter i Jylland, så det samlede antal kom op på 18.

Omlægningen af kontantforsyningen i 1998

Fra marts 1998 blev der påbegyndt en række ændringer af kontantforsyningssystemet. Ændringerne var afledt dels af principielle overvejelser om opgavefordelingen mellem Nationalbanken og de private pengeinstitutter på kontantområdet, dels af hensynet til løbende at sikre en effektiv og hensigtsmæssig tilrettelæggelse af kontantforsyningen samt begrænse omfanget af kontantransporter.

Nationalbankens gratis sortering af brugte sedler havde været en medvirkende årsag til uforholdsmæssigt mange transporter mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne – specielt i hovedstadsområdet – med de omkostninger og sikkerhedsmæssige risici, det indebar. Endvidere var pengeinstitutternes mulighed for at sende og modtage kontanter pr. post til og fra Nationalbanken ikke fremmede for lokale udvekslinger. Endelig var kontantstrømmene gradvis blevet ændret betydeligt af opsamlingsordninger, hvor private detailkæder af sikkerhedshensyn indgik aftaler med transportfirmaer om at opsamle kontanter, der efterfølgende blev bragt til regionale opsamlingscentre. Der var ikke etableret et retursystem, som bragte disse kontanter tilbage til lokalområderne. Denne opgave var derfor blevet løst af Nationalbanken.

Den model, der blev indført på kontantforsyningsområdet i 1998, indebar, at Nationalbanken over en kortere periode trak sig ud af omsætningen af brugte sedler. I takt med, at en større del af kontantomsætningen overgik til pengeinstitutterne, blev Nationalbankens sortering og recirkulering af genanvendelige kontanter udfaset. Sortering og kvalitetskontrol af sedler foregik principielt i pengeinstitutterne, og erfaringerne fra andre lande havde vist, at kvaliteten af seddelomløbet ikke blev forringet ved at lade pengeinstitutterne varetage denne opgave. Pengeinstitutterne havde en egen interesse i at opretholde en høj kvalitet af seddelomløbet, bl.a. af hensyn til brugen af sedler i kontantautomaterne. Nationalbanken ville dog fortsat opretholde en mere indirekte kvalitetskontrol ved løbende at vurdere kvaliteten af indkomne sedler til kassation og ved lejlighedsvis stikprøver i depoterne.

Omlægningen blev i praksis gennemført ved, at Nationalbankens direkte seddelomsætning med pengeinstitutterne ophørte og i stedet blev kanaliseret over i depotsystemet. Efter omlægningerne blev Nationalbankens servicering af depoterne begrænset til udelukkende at forsyne dem med nye sedler og modtage kassable sedler. For at fremme omsætningen af sedler i lokalområderne fik kontantdepoterne mulighed for at sende og modtage sedler pr. post til og fra pengeinstitutterne.

Til at varetage kontantforsyningen på Sjælland skulle der etableres et antal depoter, hvoraf de fire første blev sat i drift i det storkøbenhavnske område i marts 1998. Senere blev der etableret yderligere depoter i andre dele af landet.

Ordningen indebar endvidere, at finansieringen af kontantdepotsystemet blev omlagt. Nationalbankens årlige tilskud til depoterne, der oprindeligt primært var tænkt som et etableringstilskud, bortfaldt. Fremover blev systemet udelukkende finansieret ved at opkræve gebyrer for ind- og udbetalinger. Gebyrerne blev baseret på fuld omkostningsdækning og var ens over hele landet.¹

Kontantforsyningen og år 2000-computerproblematikken

I perioden op til årtusindskiftet var der verden over bekymring for, at der kunne forekomme computerproblemer ved overgangen til år 2000.² Det fik ligeledes betydning for kontantforsyningsområdet. Nationalbanken tilkendegav ved flere lejligheder, at der ikke var grundlag for bekymring, idet den finansielle sektor havde forberedt sig grundigt på årtusindskiftet. Nationalbanken advarede samtidig mod hamstring af kontanter.

For at imødegå en eventuel frygt for mangel på kontanter og et deraf afledt forsøg på at hamstre, offentliggjorde Nationalbanken, at der igennem en længere periode ikke ville blive destrueret sedler, der ellers var returneret til Nationalbanken med henblik på destruktion. Ved udgangen af 1999 udgjorde seddelreserven ca. 60 mia. kr.

I december 1999 iværksatte Nationalbanken en række særlige tiltag, der skulle sikre en effektiv kontantforsyning i tilfælde af, at der skulle opstå et ekstraordinært stort behov for kontanter i dagene op til årtusindskiftet. Tiltagene, der var rettet mod distributionen af sedler, vedrørte perioden fra 6. december 1999 til midten af januar 2000. Foruden forsendelser til kontantdepoterne åbnede Nationalbanken i perioden

¹ I 2009 blev der indledt overvejelser om at etablere en ny model for kontantforsyningen i Danmark. Nationalbanken og Finansrådet besluttede, at et nyt fælles selskab – ejet af Nationalbanken og pengeinstitutterne – skulle overtage kontantdepoterne. Endvidere skulle der igangsættes en proces, så antallet af kontantdepoter gradvist kunne reduceres til kun to kontantcentre og med en sikkerhedsstandard udarbejdet af Dansk Standard med inddragelse af alle aktører og interessenter i kontantforsyningen, jf. side 30 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2009.

² Jf. side 64-65 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1999.

også mulighed for at sende sedler til samtlige pengeinstitutter. Nationalbankens hovedkasse var tillige åben for ekspedition af samtlige pengeinstitutter, og hovedkassens åbningstid blev udvidet. Dermed fungerede Nationalbanken midlertidigt som kontantdepot for pengeinstitutterne.

Det viste sig dog, at der kun i meget begrænset omfang blev tale om, at private havde hævet ekstra kontanter i forbindelse med overgangen til det nye årtusinde, og de frygtede it-problemer udeblev såvel i Danmark som internationalt.¹

FALSKE PENGESEDLER OG NYE SEDDELSERIER

I løbet af 1990'erne blev omfanget af falskmøntneri i Danmark markant forøget, selv om omfanget af falske pengesedler lå på et beskedent niveau sammenlignet med andre lande.² Antallet af falske sedler fundet i omløb steg fra ca. 100 pr. år i begyndelsen af 1990'erne til omkring 700 i slutningen af 1990'erne og mere end 1000 i årene lige efter årtusindskiftet. Antallet af falske sedler beslaglagt af politiet steg tilsvarende.

Årsagen til stigningen var spredningen af ny reproduktionsteknologi, der gjorde det lettere og billigere at fremstille falske sedler. I begyndelsen af 1990'erne var fotokopiering den vigtigste teknologi til fremstilling af falske sedler. Forfalskningerne var ikke overvældende gode, og adgangen til farvekopimaskiner var for de fleste begrænset. Fotokopiering blev midt i 1990'erne erstattet af farveprintere blandt seddelforfalskere. Efter årtusindskiftet blev der fundet vellignende falske sedler fremstillet med en egentlig trykpresse.

Nationalbanken søgte at imødegå udviklingen med introduktionen af en ny seddelserie i 1997-99 med flere sikkerhedselementer såsom vinduestråd med farveskift, stærke farver, gemt billede og mikroskrift som supplement til de klassiske sikkerhedselementer i form af skjult sikkerhedstråd og vandmærke. Det blev suppleret med information om sedlernes sikkerhedselementer for at øge offentlighedens bevågenhed over for falske sedler. Endvidere blev den præventive indsats øget gennem information om konsekvenserne af at fremstille falske penge (fængselsstraf på op til 12 år). I 2002-05 blev seddelserie 1997 opgraderet med yderligere to nye sikkerhedselementer – et hologram og fluorescerende farver, jf. boks A.2.³

¹ Jf. side 7-8 i Danmarks Nationalbank, Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2000.

² Jf. Ulrik Bie og Johan Sebastian Gabel, Falske sedler, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2002; samt Maria Carlsen og Johanne Dinesen Riishøj, Falske sedler, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2004.

³ I 2009 påbegyndte Nationalbanken at udsende en ny seddelserie ("broserien") med nye avancerede sikkerhedselementer, jf. side 19 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2009.

DEN OPGRADEREDE SEDDELSERIE 1997

Boks A.2



Anm.: Seddeltrykkeriets tegner, Johan Alkjær, havde det overordnede kunstneriske ansvar for seddelserien.

Nationalbanken blev ligeledes med tiden mere restriktiv med hensyn til at give tilladelse til gengivelse af pengesedler som illustration. På baggrund af en henvendelse fra Interpol og en stærk stigning i anvendelsen af pengesedler i reklamer og annoncer udsendte Nationalbanken i 1991 nye skærpede bestemmelser til reklamebranchen, så det fra 1992 ikke længere var tilladt at gengive pengesedler eller dele heraf i annoncer, tryksager eller reklamematerialer.¹ Bestemmelserne var udsendt med henvisning til Nationalbankens ophavsret til pengesedler. Denne praksis

¹ Jf. side 54 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1991.

blev senere prøvet ved højesteret, hvor en dom blev afsagt i 1997.¹ Nationalbankens ophavsret blev anerkendt, men der måtte samtidig tages hensyn til, at pengesedler var et symbol på økonomisk værdi og derfor kunne anvendes til at illustrere en sådan. Nationalbanken ændrede derefter sin praksis i overensstemmelse med dommen, så pengesedler kunne anvendes til illustration under forudsætning af, at de størrelsesmæssigt var i god afstand fra rigtige pengesedler.

I 2005 blev der kun fundet 442 falske sedler i cirkulation. Der var dermed sket et væsentligt fald sammenlignet med de umiddelbart foregående år. Det kunne muligvis tages som en indikation på, at initiativerne med at forbedre sedlernes sikkerhed begyndte at bære frugt. Der blev således kun fundet få sedler, hvor de nye sikkerhedselementer var forsøgt efterlignet.²

NATIONALBANKENS BETALINGSSYSTEMER

I 1981 introducerede Nationalbanken betalingssystemet DN-Forespørgselsservice. Der var tale om et elektronisk system, hvor pengeinstitutterne og enkelte andre indbyrdes kunne afvikle større kronebetalinger (engrosbetalinger) via konti i Nationalbanken. I begyndelsen blev DN-Forespørgselsservice anvendt til transaktioner som følge af handler i det danske pengemarked og kronevalutamarkedet, men senere kunne konthaverne også overføre likviditet til deres afviklingskonti til brug i de danske afviklingssystemer.

DN-Forespørgselsservice var et såkaldt realtids bruttoafviklingssystem (ofte forkortet RTGS, Real-Time Gross Settlement), hvor hver transaktion blev effektueret for sig selv i umiddelbar forlængelse af overførselsanmodningen. Dermed gav systemet en meget høj grad af sikkerhed for, at betalinger kunne gennemføres i rette tid. Pengeinstitutterne havde via en skærmterminal direkte adgang til at disponere over deres konti i Nationalbanken og kunne herfra overføre betalinger fra deres egen konto til andre pengeinstitutters konti. DN-Forespørgselsservice blev derfor med tiden omtalt som pengeinstitutternes "hjemmebanksystem" for kronebetalinger.

DN-Forespørgsel var blandt de første RTGS-systemer i verden. Først i løbet af 1990'erne blev RTGS-systemer for alvor udbredt i andre lande.³

I forbindelse med indførelsen af euroen i 1999 blev det fælleseuropæiske betalingssystem, Target⁴, taget i brug i alle 15 EU-lande. Formålet

¹ Jf. side 61-62 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1997.

² Jf. side 59 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2005.

³ Jf. Morten L. Bech og Bart Hobijn, Technology Diffusion within Central Banking: The Case of Real-Time Gross Settlement, *International Journal of Central Banking*, vol. 3(3), september 2007.

⁴ Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer system.

med systemet var at afvikle store, tidskritiske betalinger i euro, og teknisk set var Target baseret på en sammenkobling af de nationale RTGS-systemer og ECB's system. Den danske del af Target kom til at hedde Debes¹. Debes var i lighed med DN-Forespørgselsservice et realtids bruttoafviklingssystem og kunne ses som de danske pengeinstitutters hjemmebanksystem for eurobetalinger. Ved en grænseoverskridende eurobetaling via Debes blev betalingsordren via SWIFT² sendt direkte til Nationalbanken med identifikation af modtageren angivet inde i selve betalingsordren. Nationalbanken gennemførte herefter dækningskontrol, bogførte og sendte betalingen til modtagers nationale centralbank, der krediterede beløbet hos modtageren. Grænseoverskridende betalinger modtaget i Debes blev krediteret på modtagerens konti i Nationalbanken.³

Til trods for, at DN-Forespørgselsservice løbende blev videreudviklet, kunne det med tiden ikke imødekomme de krav, som udviklingen i den finansielle sektor medførte. Eksempelvis blev skærmbillederne ikke opdateret løbende, og pengeinstitutterne skulle manuelt indtaste data fra DN-Forespørgselsservice til deres likviditetsstyringssystemer. Nationalbanken besluttede derfor at udvikle et nyt RTGS-system, Kronos⁴, for betalinger i såvel kroner som euro. I 1999 påbegyndte Nationalbanken en analyse af, hvorledes kravene til et moderne RTGS-system kunne imødekommes. Arbejdet blev aktualiseret af den forestående folkeafstemning om dansk deltagelse i euroen, jf. kapitel 8. Udviklingen af Kronos foregik i tæt dialog med Nationalbankens kontohavere. Kronos blev sat i drift 19. november 2001 og afløste både DN-Forespørgselsservice og Debes som betalingssystem.⁵

Deltagerkredsen i Nationalbankens betalingssystem var traditionelt lidt bredere end antallet af pengepolitiske modparter. Ved indførelsen af Kronos i 2001 blev foliokontohavere i Nationalbanken forpligtet til at deltage i systemet. I den forbindelse valgte ca. 130 finansielle institutio-

¹ Danmarks Euro Betalingssystem.

² SWIFT er betegnelsen for et globalt kommunikationsnetværk, der drives af et belgisk firma af samme navn (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication). Kommunikationsnetværket blev i 2007 anvendt til at udveksle meddelelser om finansielle transaktioner af over 8.000 banker mv. i mere end 200 lande. I Danmark er omkring 60 pengeinstitutter tilsluttet, heriblandt Nationalbanken. SWIFT er baseret på standardiserede meddelelsesformater, der understøtter automatisk håndtering af en lang række betalinger, finansielle transaktioner, etc. – ofte omtalt som Straight-Through-Processing, STP. Konkret indebærer STP, at bankerne fuldautomatisk kan anvende indeholdte oplysninger i modtagne meddelelser til at foretage posteringer på konti, udskrive kundemeddelelser, etc.

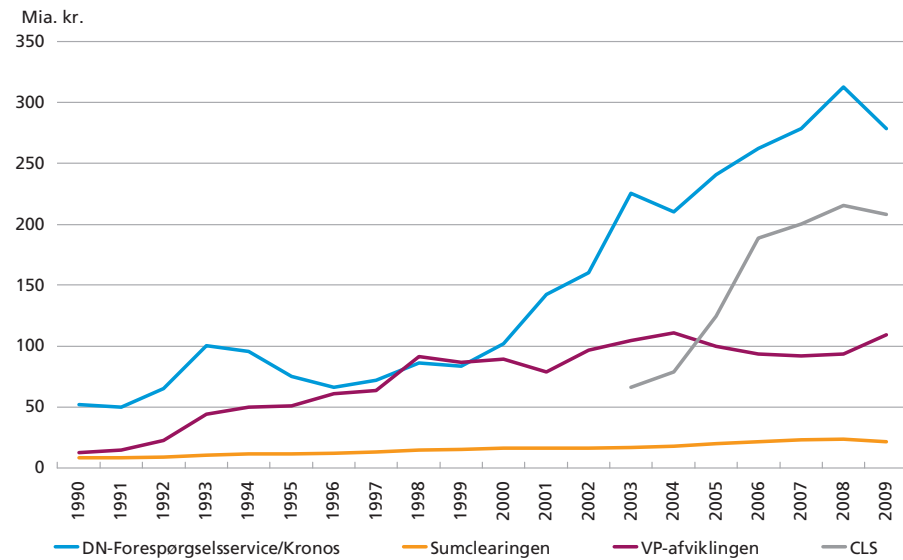
³ Debes er nærmere beskrevet i Thomas Angelius, Søren Lundsby Hansen og Jesper Mærsk, DEBES - den danske del af TARGET, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1998.

⁴ Jf. Thomas Angelius og Astrid Henneberg Pedersen, Nationalbankens nye betalingssystem Kronos, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2002; Irene Madsen, Den finansielle sektors betalinger via Kronos, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2008; og Irene Madsen, Kronos – hjertet af dansk betalings- og værdipapirafvikling, *FinansInvest*, nr. 6, 2008.

⁵ I maj 2008 overgik Danmark til en ny version af det fælleseuropæiske betalingssystem, Target2, til afvikling af eurobetalinger, jf. Morten Valentiner, Danmark overgår til Target2, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2008; og Nikolaj Hesselholt Munck, Europæisk betalings- og værdipapirafvikling, *FinansInvest*, nr. 1, 2009.

VÆRDIEN AF KRONETRANSAKTIONER PR. BANKDAG I BETALINGS- OG AFVIKLINGSSYSTEMER 1990-2009

Figur A.5



Anm.: Kronos erstattede DN-Forespørgselsservice 19. november 2001. For CLS dækker tallet for 2003 perioden siden optagelsen af kroner i systemet den 8. september.

Kilde: Danmarks Nationalbank; og diverse årgange af EMI, *Payment systems in the European Union*; og ECB, *Payment systems in the European Union*.

ner at tilslutte sig Kronos, heraf næsten 30 kontohavere, der ikke var deltagere i DN-Forespørgselsservice. Modsat valgte knap 30 foliokontohavere at opsigte deres konti i Nationalbanken.

I 1990'erne lå det daglige betalingsomfang via DN-Forespørgselsservice på 50-100 mia. kr. Efter introduktionen af Kronos i 2001 steg såvel antallet som værdien af betalinger i kroner kraftigt, jf. figur A.5. Det skyldtes primært, at nogle banker ophørte med periodisk at modregne deres indbyrdes betalinger og i stedet afviklede betalingerne enkeltvis, bl.a. som følge af en ændret gebyrpolitik. Det sikrede, at der ikke blev oparbejdet store tilgodehavender eller gæld mellem deltagerne med deraf følgende afviklingsrisiko.¹

NATIONALBANKENS ROLLE SOM AFVIKLINGSBANK

Sumclearingen

Oprindeligt var Sumclearingen et system til manuel clearing af checks, men med tiden blev praktisk talt alle detailbetalinger, fx Dankorttransaktioner og overførsler via Betalingservice, clet i systemet.² I begyn-

¹ Jf. side 65 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2003.

² Jf. side 131 i Danmarks Nationalbank, *Betalingsformidling i Danmark*, 2005.

delsen af 1980'erne blev Sumclearingen fuldt automatiseret med afvikling af deltagernes nettopositioner via deres konti i Nationalbanken.

I januar 1998 overtog Finansrådet ansvaret for sumclearingen fra Nationalbanken¹, hvis rolle herved blev begrænset til at være afviklingsbank i lighed med situationen for VP-afviklingen.

Sumclearingen blev i maj 1999 udvidet med et separat clearing- og afviklingsforløb i euro.

VP-afviklingen

Værdipapircentralen, senere VP Securities, blev oprettet i 1980 som en privat, selvejende institution.² I 1983 overgik VP som den første værdipapircentral i verden til papirløs registrering (dematerialisering) af danske børsnoterede kroneobligationer, og i 1988 gennemførte den en tilsvarende dematerialisering af aktier.

I forbindelse med indførelsen af euroen i 1999 blev der etableret en VP-afvikling i euro. VP blev 1. januar 2000 omdannet til et aktieselskab, som ejes af det danske værdipapirmarkeds aktører, jf. kapitel 4.³

CLS

I 2. halvår 2003 blev kroner optaget i det internationale afviklingssystem for valutahandler, Continuous Linked Settlement, CLS⁴. I CLS blev krone-delen af kronevalutahandler afviklet ved hjælp af Kronos over konti i Nationalbanken. CLS-afviklingen blev hurtigt den dominerende afviklingsform i kronevalutamarkedet, jf. kapital 2.

Futop-afviklingen

Garantifonden for Danske Optioner og Futures, Futop, blev oprettet i 1988⁵ som clearingcentral og garant for handler med optioner og futures (derivater) i danske kroner noteret på Københavns Fondsbørs. Afviklingen af pengesiden af kontrakterne fandt sted over konti i Nationalbanken, mens afviklingen af de underliggende aktiver fandt sted via konti i VP.

¹ Jf. side 68 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1997.

² Jf. side 338-340 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993. VP-afviklingen er nærmere gennemgået i Peter Restelli-Nielsen, VP-afviklingen – det danske system for afvikling af værdipapirhandler, *Finans/Invest*, nr. 8, 2008.

³ I 2008 etablerede VP en værdipapircentral i Luxembourg (VP Lux). Hermed blev det muligt for danske obligationsudstedere at udstede euroobligationer i euroområdet, hvorved disse obligationer kunne belånes i eurosyste-met, jf. side 109 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 1. halvår 2009; og Danmarks Nationalbank, Etablering af VP-datterselskab i Luxembourg, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2009.

⁴ Jf. Tina Skotte Sørensen, CLS – den globale motorvej for afvikling af valutahandler, *Finans/Invest*, nr. 7, 2008.

⁵ Jf. side 345-346 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993. I 1997 fusionerede Garantifonden for Danske Optioner og Futures med København Fondsbørs og dannede Futop Clearingcentralen, der var et 100 pct. ejet datterselskab af Københavns Fondsbørs.

Den systemmæssige løsning bag afviklingen blev lagt om i november 2000 på grund af den stadig faldende omsætning på det danske derivatmarked. Clearingen af derivathandlerne skete herefter via det svenske derivatsystem.¹

Handel og clearing af danske futures og optioner blev i 2. halvår 2005 gradvis overført til Stockholmsbörsen AB i forlængelse af Københavns Fondsbørs' fusion ind i OMX-koncernen, jf. kapitel 4.² De danske delta-geres nettopositioner i henholdsvis penge og værdipapirer blev fortsat afviklet via konti i Nationalbanken og VP.

SIKKERHEDSSTILLELSE FOR INTRADAG-KREDIT I KRONER

Frem til midten af 1990'erne gav Nationalbanken pengeinstitutterne adgang til usikret kronekredit inden for dagen. Det var dog en praksis, som efterhånden var ved at blive afskaffet i de fleste andre EU-lande, og i marts 1995 besluttede Nationalbanken, at adgangen til usikret intradag-kredit skulle afvikles over en 3-årig periode.³ Sideløbende med afviklingen af adgangen til usikret intradag-kredit blev der etableret adgang til intradag-kredit mod sikkerhed i Nationalbankens indskudsbeviser og en bred vifte af børsnoterede kroneobligationer. Den relativt lange overgangsordning gav pengeinstitutterne god mulighed for gradvis at tilpasse sig til de nye forhold. Overgangen blev desuden lettet af, at belåningsgrundlaget for intradag-kredit i kroner på daværende tidspunkt var noget bredere end det, der kunne anvendes i forbindelse med pengepolitiske lån, jf. kapitel 3.

I takt med at omfanget af betalinger, der blev afviklet i løbet af døgnet, blev forøget, udvidede Nationalbanken adgangen til at stille sikkerhed for intradag-kredit i kroner⁴:

- For at øge pengeinstitutternes muligheder for grænseoverskridende sikkerhedsstillelse blev der indgået en aftale mellem de nordiske centralbanker i 1996.⁵ Som led i aftalen accepterede Nationalbanken, at en filial i Danmark af fx en svensk bank kunne anvende svenske statspapirer som sikkerhed for kredit i Nationalbanken. Omvendt accepterede Sveriges Riksbank, at filialer af danske banker i Sverige kunne anvende danske statspapirer som sikkerhed for kredit i Riksbanken.

¹ Jf. side 74 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000.

² Jf. side 66 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2005.

³ Jf. side 51 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1995.

⁴ Jf. Danmarks Nationalbank, *Finansielle institutioners konti og sikkerhedsstillelse i Nationalbanken, Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2001; Anders Mølgaard Pedersen, *Sikkerhedsstillelse ved lån i centralbanker, FinansInvest*, nr. 2, 2009; og Astrid Henneberg Poffet, *Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2010.

⁵ Jf. side 63-64 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1996.

- VP's handelsafvikling blev i 1998 udvidet med en ny facilitet (sikkerhedsretten), der gav kontohavere i Nationalbanken mulighed for automatisk at anvende købte værdipapirer som sikkerhed for intradag-kredit allerede i den afvikling, hvor papiret blev modtaget. Det reducerede behovet for anden sikkerhedsstillelse.¹ Anvendelsesområdet for sikkerhedsretten blev i 2002-03 udvidet til at dække Sumclearingen, afviklingen af renter, afdrag og udbytter i VP-afviklingen samt afvikling af betalinger i CLS.²
- I marts 2003 blev Scandinavian Cash Pool, SCP, taget i brug. SCP gjorde det muligt for kontohavere i Nationalbanken, Sveriges Riksbank og Norges Bank at få adgang til intradag-kredit mod sikkerhed i indestående hos en anden skandinavisk centralbank.³

Hertil kom, at den del af belåningsgrundlaget for intradag-kredit, der vedrørte obligationer, i 1999 blev harmoniseret med belåningsgrundlaget for pengepolitiske lån.⁴ Hermed blev belåningsgrundlaget for intradag-kredit i kroner i årene efter 1999 udvidet i takt med udvidelserne af belåningsgrundlaget for pengepolitiske lån, jf. kapitel 3.

INTRADAG-KREDIT I EURO

I forbindelse med indførelsen af Debes i 1999 fik kontohavere i Nationalbanken inden for visse grænser adgang til intradag-kredit i euro mod sikkerhed i danske værdipapirer.⁵

For at lette sikkerhedsstillelsen i Target havde centralbankerne i EU udviklet en korrespondentcentralbankmodel, CCBM. Via CCBM kunne et pengeinstitut i EU få kredit hos sin centralbank med sikkerhed i værdipapirer, der var placeret i depot hos centralbanken i et andet EU-land. Danske pengeinstitutters filialer i euroområdet kunne således fra 1999 få kredit i euro mod sikkerhed i danske stats- og realkreditobligationer, hvis det pågældende lands centralbank accepterede danske papirer som sikkerhed. Det gjorde centralbankerne i Tyskland, Frankrig, Holland, Luxembourg og Finland. Centralbankerne i euroområdet garanterede i fællesskab for værdien af værdipapirer fra euroområdet, hvis det blev nødvendigt at realisere sikkerhederne. For lande, der ikke deltog i euroen, var reglerne anderledes, så Nationalbanken måtte alene garantere

¹ Jf. side 71-72 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998.

² Jf. side 80 i Danmarks Nationalbank, *Betalingsformidling i Danmark*, 2005.

³ Jf. Danmarks Nationalbank, SCP – Scandinavian Cash Pool, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2003.

⁴ Jf. side 22-24 i Danmarks Nationalbank, *Ændringer af de pengepolitiske instrumenter, Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1999.

⁵ Jf. side 73-74 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998. Efterspørgslen efter intradag-kredit i euro lå omkring 500-600 mio. kr. i 1999, jf. side 75 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1999.

for de danske værdipapirers værdi. Udenlandske pengeinstitutters filialer i Danmark kunne i princippet få intradag-kredit i Danmark mod papirer fra euroområdet, men anvendelsen af denne ordning viste sig i praksis at blive yderst begrænset.¹

ECB besluttede i juni 2003, at den hidtidige adgang til at benytte visse danske krone- eller eurodenominerede obligationer som sikkerhed for intradag-kredit i euro hos de omtalte fem centralbanker i euroområdet skulle ophøre med virkning fra 1. juli 2003. Beslutningen skyldtes dels begrænset efterspørgsel hos Eurosystemets modparter, dels ønsket om et mere ensartet belåningsgrundlag for kredit i euroområdet.²

OVERVÅGNING AF BETALINGS- OG AFVIKLINGSSYSTEMER

Fra slutningen af 1980'erne udarbejdede internationale organisationer en række standarder for at fremme, at betalings- og afviklingssystemer fungerede sikkert og effektivt. Sideløbende med, at der blev udarbejdet standarder, blev der ligeledes udviklet principper for, hvordan centralbankerne burde overvåge systemernes opfyldelse af internationale standarder.³

Fokus i Nationalbankens overvågning blev lagt på de tre systemer, der udgjorde kernen i den danske finansielle infrastruktur: DN-Forespørgselsservice/Kronos, Sumclearingen samt VP-afviklingen. Det var først og fremmest hændelser i den del af infrastrukturen, der vurderedes at kunne få vidtrækkende samfundsmæssige konsekvenser og i værste fald true den finansielle stabilitet i Danmark. Nationalbanken deltog endvidere i overvågningen af CLS og Target.

Nationalbanken og Finanstilsynet indgik i forsommeren 2001 en samarbejdsaftale om de systemisk vigtige systemer, som Nationalbanken ikke selv stod for. Aftalen⁴ opstillede rammer for samarbejde og informationsudveksling og havde bl.a. til sigte i videst muligt omfang at undgå dobbeltarbejde for såvel Nationalbanken og Finanstilsynet som for de berørte systemejere.⁵

¹ Jf. side 73-74 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1999.

² Jf. side 72 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2003.

³ Jf. Tobias Thygesen, Internationale standarder for betalingssystemer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2001; Danmarks Nationalbank, Danmarks Nationalbanks overvågning af betalings- og værdipapirafviklingssystemer, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2001; Karsten Bilottoft, *The objectives of oversight – what are they?*, kapitel 6 i Robert Pringle og Matthew Robinson (red.), *E-money and Payment Systems Review*, Central Banking Publications, 2002; og side 53-66 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet*, 2007.

⁴ Optrykt på side 91-93 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2001.

⁵ Aftalen blev i 2006 revideret i lyset af dels erfaringerne med de forløbne års samarbejde, dels at Nationalbankens beføjelser som overvåger af betalingssystemer blev indskrevet i værdipapirhandelsloven ved en ændring i 2006. Sidstnævnte indebærer, at Nationalbanken skal overvåge de betalingssystemer, som Nationalbanken finder af væsentlig betydning for betalingsafviklingen i Danmark eller gennemførelsen af Nationalbankens pengepolitiske transaktioner. Nationalbanken har beføjelse til at pålægge de ansvarlige for et systemisk vigtigt betalingssystem bøder, såfremt et påbud udstedt i forbindelse med overvågning ikke efterkommes, Danmarks Nationalbank, Nationalbankens politik for overvågning af den finansielle infrastruktur i Danmark, *Finansiell stabilitet*, 2007.

BETALINGSSYSTEMERNE OG 11. SEPTEMBER 2001

Den finansielle sektor i USA blev hårdt ramt af terrorangrebet 11. september 2001, som bl.a. ramte World Trade Center i New York, hvor flere af USA's største finansielle virksomheder havde kontorer.¹

I dagene umiddelbart efter 11. september var der stor opmærksomhed omkring pengemarkedernes funktion. Ødelæggelserne i New York gav umiddelbart anledning til betydelig usikkerhed på især det amerikanske pengemarked.

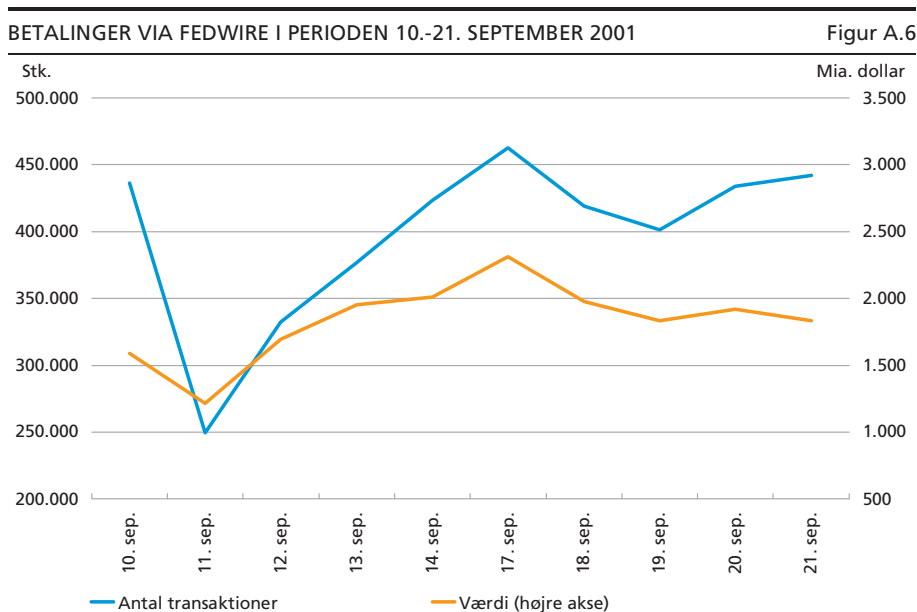
De amerikanske betalingssystemer blev ikke direkte påvirket af angrebet, men medarbejdere i flere banker var meldt savnet, og dokumenter og computere var gået tabt. Der var ligeledes tvivl om, hvor hurtigt markedsdeltagerne var i stand til at gennemføre de indgåede handler via deres backup-faciliteter. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, meddelte umiddelbart efter katastrofen, at dets betalingssystem, Fedwire, var fuldt funktionsdygtigt, men antallet og omfanget af gennemførte betalinger faldt til langt under det normale niveau på grund af problemer hos deltagerne, jf. figur A.6. Der blev gjort flere tiltag for at afbøde konsekvenserne af terrorangrebet for den amerikanske infrastruktur for engrosbetalinger. Systemernes åbningstider blev udvidet, og Federal Reserve, Fed, stillede store mængder ekstra likviditet til rådighed for deltagerne.

Afviklingen af detailbetalinger blev ligeledes kraftigt påvirket. Clearingen af checks i USA blev ramt af, at flere banker ikke var i stand til at betale checks trukket på dem. Fed sørgede for, at dette ikke fik likviditetseffekter ved at kreditere den indløsende bank, selv om Fed ikke kunne debitere den udstedende bank i dagene efter terrorangrebet. Tilsvarende var der i New York en voldsom stigning i efterspørgslen efter kontanter. Det resulterede i, at mange pengeautomater blev tømt.

Handlen med værdipapirer blev ligeledes hårdt ramt. Det amerikanske obligationsmarked blev lukket og åbnede først igen den 13. september. Aktiebørsen i New York var lukket i næsten en uge. Ved genåbningen af obligationsmarkedet blev afviklingsperioden midlertidigt udvidet til fem dage mod normalt to. Væsentlige dele af den finansielle infrastruktur, som fx afviklingssystemerne, fungerede dog kontinuert igennem hele perioden.

Flere centralbanker i andre lande indgik midlertidige aftaler med Fed for at kunne forsyne egne finansielle institutioner med dollarlikviditet.

¹ Jf. side 10 i Danmarks Nationalbank, *Betalingsformidling i Danmark*, 2005; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2001; og Danmarks Nationalbank, *Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene, Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2001.



Kilde: James J. McAndrews og Simon M. Potter, Liquidity Effects of the Events of September 11, 2001, *FBNY Economic Policy Review*, November 2002.

Nationalbanken stillede ligeledes dollarlikviditet til rådighed for pengeinstitutterne og udlånte i den forbindelse (mod sikkerhed) 400 mio. dollar i en periode på én dag til aktuel markedsrente. Desuden gennemførte flere centralbanker, herunder også Nationalbanken, likviditetstilførende operationer for at lette pengemarkedernes funktion. I forbindelse med genåbningen af det amerikanske aktiemarked den 17. september annoncerede såvel Fed som flere andre centralbanker (herunder ECB og Nationalbanken) en nedsættelse af de pengepolitiske renter. Resultatet blev, at de internationale penge- og valutamarkeder fungerede uden de store vanskeligheder trods ødelæggelserne i New York.

På trods af de omfattende skader kunne man efterfølgende konstatere, at begivenhederne den 11. september 2001 ikke i sig selv blev en trussel mod den finansielle stabilitet. Terrorangrebet illustrerede dog meget tydeligt betalings- og afviklingssystemernes sårbarhed. I årene efter 2001 blev der derfor sat ekstra fokus på at overvåge systemisk vigtige betalings- og afviklingssystemer og analysere risikoen for ekstreme hændelser, der kunne føre til større sammenbrud i afviklingen af betalinger, værdipapirhandler mv.

Terrorangrebet mod USA den 11. september 2001 satte verden over fokus på at bekæmpe finansieringen af terrorisme. Folketinget vedtog i maj 2002 en ændring af hvidvaskloven som et led i regeringens terrorpakke. Som noget nyt blev Nationalbanken omfattet af loven, i det omfang den udøver samme type virksomhed som kredit- og finansieringsin-

stitutter. Loven skærpede bl.a. kravet til oplysninger om identifikation af afsendere ved betalingsformidling uden personlig kontakt mellem afsender og betalingsformidler, eller hvor betalingsformidler ikke er konførende institut for afsender.¹

OPERATIONELLE HÆNDELSER I ÅRENE EFTER 2001

Ved enkelte lejligheder var Nationalbanken nødt til at gennemføre likviditetsstøttende operationer eller andre tiltag i forbindelse med operationelle hændelser i banksektoren eller andre begivenheder, som potentielt kunne true betalingssystemets funktionalitet.

Den 10. marts 2003 blev Danske Bank ramt af betydelige it-problemer, der bl.a. forhindrede banken i at deltage fuldt ud i betalingsformidlingen. Nationalbanken havde tidligere foretaget simulationer, der viste, at Sumclearingen og Kronos kunne håndtere bortfald af den største deltager i én dag uden nævneværdige problemer, såfremt der var rigeligt med likviditet til rådighed.² I marts 2003 viste systemerne, herunder Sumclearingen som VP-afviklingen, sig i stand til at håndtere det delvise bortfald af en stor deltager i flere dage. Det skete dog i en periode, hvor der ikke var store betalinger som fx ved et månedsskifte. For at sikre en tilstrækkelig sektorlikviditet valgte Nationalbanken den 12. marts 2003 at åbne for tilbagekøb af indskudsbeviser via pengemarkedsmægler. Herved blev sektoren tilført 5 mia. kr. i likviditet.³

Den 23. september 2003 blev store dele af Østdanmark ramt af strømsvigt i nogle dagtimer. Strømsvigtet medførte dog ikke større problemer i pengemarkedet. Nationalbanken foretog i forbindelse med strømsvigtet en likviditetstilførsel i form af ekstraordinære tilbagekøb af indskudsbeviser.⁴ Det blev endvidere besluttet at udskyde lukketiden i Kronos med en halv time, så de deltagere, der eventuelt var blevet ramt af strømsvigtet, kunne få deres betalinger på plads.⁵

I enkelte tilfælde blev selve betalings- og afviklingssystemerne ramt af systemnedbrud eller lignende.⁶ Systemerne var dog normalt karakteriseret ved en meget høj grad af driftsstabilitet. Det var endvidere Natio-

¹ Jf. side 144 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2002. Hvidvaskningsloven blev revideret i 2006 som led i implementering af et EU-direktiv på området, jf. Helene Vinten, Forebyggende foranstaltninger mod hvidvask og terrorfinansiering, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2008.

² Jf. kapitlet "Risici i betalingssystemer" i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2002.

³ Jf. side 15 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2003.

⁴ Jf. side 15 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2003.

⁵ Jf. side 71 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2003.

⁶ Jf. brev til foliokontohavere om forholdsregler i forbindelse med afviklingssystemer af 17. maj 2005; side 65 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2006; side 33 i IMF, Denmark: Financial Sector Assessment Program – Detailed Assessment of the Securities Clearance and Settlement Systems, *IMF Country Report*, nr. 117, marts 2007; og side 78 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2010.

nalbankens erfaring, at de pengepolitiske instrumenter og indretningen af infrastrukturen fungerede tilstrækkeligt smidigt til at kunne håndtere sådanne operationelle hændelser uden de store problemer for betalingsafviklingen.

SUPPLEMENT B

Statsgældsforvaltning

**OVERFLYTNINGEN AF STATSGÆLDSFORVALTNINGEN TIL
NATIONALBANKEN I 1991**

Rigsrevisionen bemærkede i begyndelsen af 1991, at de institutionelle forhold vedrørende statsgældsforvaltningen burde overvejes i lyset af, at resurserne afsat til området var forholdsvis små. I flere andre lande var den overordnede strategiske planlægning udskilt i en selvstændig enhed (agency). Endvidere burde det overvejes, om Hypotekbanken kunne overtage nogle af opgaverne fra Finansministeriets statsgældsafdeling:

"På baggrund af udviklingen i opgavernes omfang og karakter og i lyset af den relativt store økonomiske virkning af blot små ændringer i den samlede statsgælds effektive forrentning er det som nævnt Rigsrevisionens opfattelse, at de personalemæssige og tekniske ressourcer til forvaltningen af statsgælden er forholdsvis små.

Rigsrevisionen finder, at det bør overvejes, om den nuværende struktur og fordeling af arbejdsopgaverne skal bevares, idet der muligvis vil være fordele forbundet med at adskille den overordnede strategiske planlægning og det praktiske administrative arbejde. Rigsrevisionen har fået oplyst, at i mange andre lande er opgaverne på statsgældsområdet opdelt således, at en overordnet enhed arbejder med målsætninger, analyser og strategisk planlægning mv., medens en anden enhed udfører de konkrete opgaver med låneoptagelser og gældsoplægninger samt administration i øvrigt.

I forbindelse med en sådan specialisering bør det efter Rigsrevisionens opfattelse overvejes, om Hypotekbanken kan tildeles nogle af Statsgældsforvaltningens opgaver ..."¹.

¹ Jf. side 17 i Rigsrevisionens "Beretning til statsrevisorerne om statens låntagning og gæld", 9. januar 1991. Rapporten er behandlet i Finansministeriet, *Statens låntagning og gæld*, 1990, kapitel 13: Rigsrevisionens beretning om statens låntagning og gæld.

Finansministeriet nedsatte i foråret 1991 en arbejdsgruppe, der skulle overveje statsgældsforvaltningens fremtidige organisering.¹ Arbejdsgruppen havde som opdrag at opstille alternative modeller til organiseringen af de opgaver, der blev varetaget af statsgældsafdelingen i Finansministeriet budgetdepartement og vurdere fordele og ulemper ved modellerne.

Arbejdsgruppen skitserede tre modeller for statsgældsforvaltningens fremtidige organisering:

- a. Uændret fortsættelse af den eksisterende struktur.
- b. Overflytning af en del af statsgældsafdelingens opgaver til Hypotekbanken.
- c. Overflytning af en del af statsgældsafdelingens opgaver til Nationalbanken.

Arbejdsgruppen vurderede, at model a ikke umiddelbart gav mulighed for rationaliseringsgevinster, og at model b kunne give anledning til noget dobbeltarbejde. Model c ville derimod efter arbejdsgruppens opfattelse give basis for rationaliseringsgevinster. Modellen ville indebære, at Nationalbanken fik ansvaret for såvel det konkrete arbejde med både den indenlandske og den udenlandske låntagning som opgaverne i forbindelse med at udarbejde oplæg til lånestrategier. Finansministeriet skulle fortsat have det overordnede ansvar for statens gældsforvaltning og låntagning, herunder relationerne til Folketinget. Nationalbanken var i forvejen agent for staten ved den indenlandske låntagning og havde i kraft af forvaltningen af valutareserven et indgående kendskab til de internationale valutamarkeder. Ved at overflytte det strategiske arbejde omkring den indenlandske gæld, udlandslåntagningen og porteføljeplejen til Nationalbanken var det ikke længere nødvendigt, at såvel Finansministeriet som Nationalbanken opretholdt ekspertise om de internationale finansmarkeder. Endvidere ville overflytningen gøre det lettere og mere naturligt at se statens udenlandske gæld og Nationalbankens valutareserver under ét, jf. senere.

Med baggrund i arbejdsgruppens rapport anmodede finansministeren i maj 1991 Nationalbanken om at overtage arbejdsopgaver fra statsgældsafdelingen i Finansministeriet pr. 1. juni 1991.² For Nationalbanken var det ved vurderingen af anmodningen afgørende, at der var et tæt sammenfald af statsgældsafdelingens og Nationalbankens arbejdsopgaver. Overflytningen ville således indebære en resursebesparelse for Finansministeriet og Nationalbanken set under ét og dermed give en mere hensigtsmæssig løsning af opgaverne for samfundet som helhed. Na-

¹ Jf. side 56-57 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1991.

² Jf. finansminister Henning Dyremoses pressemeddelelse om "Modernisering af Budgetdepartementet" af 24. maj 1991.

tionalbanken tilsluttede sig derfor overflytningen, som også indebar overtagelse af opgaverne med at udarbejde publikationer om statens låntagning og gæld samt prognoser for den månedlige fordeling af statens betalinger. Som led i overflytningen blev medarbejdere i Finansministeriet tilbudt ansættelse i Nationalbanken, og der blev truffet aftale med omkring 20 medarbejdere om ansættelse pr. 1. juli 1991.

Arbejdsfordelingen mellem Finansministeriet og Nationalbanken på statsgældsområdet blev nærmere fastlagt i en aftale af 1991.¹ Det fremgik heraf, at den overordnede strategi for statens låntagning fortsat skulle fastlægges ved kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken på basis af oplæg udarbejdet af Nationalbanken. Nationalbanken skulle herefter varetage den løbende låntagning og administration af gældsporteføljen i henhold til den besluttede strategi.

LÅNEBEHOV OG LÅNESTRATEGI

Fra slutningen af 1980'erne til midten af 1990'erne var der underskud på statsbudgettet, og statsgælden steg såvel absolut set som opgjort i forhold til bruttonationalproduktet, BNP, jf. figur B.1. Der var i disse år tale om store indenlandske lånebehov. Låneomkostningerne blev søgt minimeret gennem en hurtig opbygning af et begrænset antal obligationsserier (benchmarkpapirer²) til en forholdsvis stor størrelse i de internationalt set vigtigste løbetidssegmenter. Bag strategien lå en opfattelse af, at de betydende investorgrupper var villige til at betale en merpris for benchmarkudstedelser efter international standard, der kunne omsættes uden væsentlige kurspåvirkninger. Hermed opnåede staten en likviditetspræmie og kunne dermed alt andet lige dække finansieringsbehovet til en lavere rente.³

Fra 1997 kom der igen overskud på statsfinanserne, og statsgælden faldt fra 56 pct. af BNP i 1996 til 11 pct. i 2008. Det lavere lånebehov førte løbende til tilpasninger af statsgældspolitikken, så strategien om at udstede likvide kronedenominerede benchmarkobligationer kunne fastholdes⁴:

¹ Aftalen blev efterfølgende revideret i 1999 og 2006.

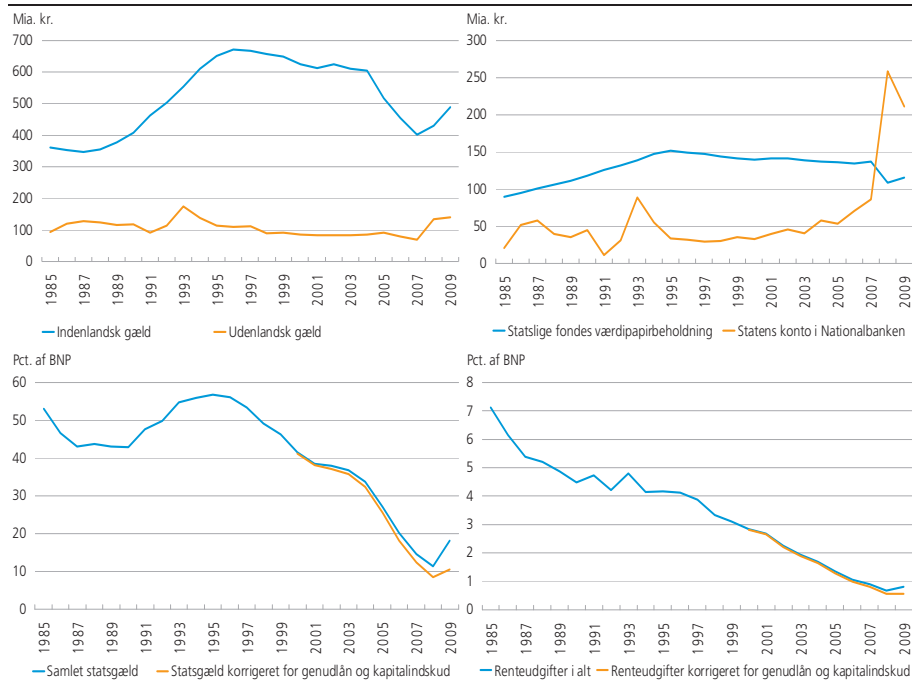
² Begrebet benyttes om obligationer, der er toneangivende på obligationsmarkedet, og som anvendes som reference i prisfastsættelsen af øvrige obligationer på markedet. Statens 9 pct. stående lån med udløb i 2000 overtog i 1991 rollen som toneangivende obligation på det danske obligationsmarked fra realkreditens 9 pct. 2006. Siden har statspapirer været benchmark for det danske obligationsmarked.

³ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1997, kapitel 8: Likviditetspræmien på danske statspapirer; og Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 2002, kapitel 8: Likviditet i det danske statspapirmarked.

⁴ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1996, kapitel 5: Strategi og perspektiver for låneviften; Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 2001, kapitel 7: Statsgældspolitik ved budgetoverskud; og Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 2006, kapitel 10: Erfaringer med faldende statsgæld.

STATSGÆLD OG STATENS RENTEUDGIFTER 1985-2009

Figur B.1



Anm.: Gæld er opgjort ultimo året. Aktiver i statslige fonde omfatter Den Sociale Pensionsfond, Finansieringsfonden (2006-07), Højteknologifonden (fra 2006) og Forebyggelsesfonden (fra 2007). Den samlede statsgæld er opgjort som indenlandsk og udenlandsk statsgæld fratrukket statens indestående på sin konto i Nationalbanken og aktiverne i statslige fonde. Kapitalindsud omfatter kapitalindsud i penge- og realkreditinstitutter som led i Kreditpakken fra 2009. Det såkaldte indenlandske eculån fra 1992 (jf. kapitel 4 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1991) er i hele perioden behandlet som udenlandsk statsgæld.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik og Finansministeriet.

- Udstedelserne blev koncentreret på færre obligationsserier.
- Udstedelsesperioderne for hver obligationsserie blev forlænget, og det maksimale udestående i serierne blev mindre. Endvidere blev papirer, hvori salget tidligere var indstillet, "genbrugt" til nye udstedelser for at få volumen i serierne.
- Fra 1999 blev der opkøbt i en bredere vifte af statspapirer end tidligere i det omfang, det var fordelagtigt. Ved at opkøbe i papirer før det normale udløbstidspunkt var det muligt at flytte finansieringsbehovet til opkøbsåret. Opkøb bidrog dermed til at fastholde udstedelsen i store likvide serier. Endvidere blev der i 2001 introduceret ombytningssauktioner, hvor salget af nye benchmarkpapirer blev "betalt" af køberne med tidligere benchmarkpapirer. Der viste sig dog at være en forholdsvis beskeden interesse for denne type auktioner.
- Anvendelse af indenlandske renteswaps blev introduceret i 1998. Det gjorde det muligt i et vist omfang at adskille styringen af statsgældens varighed fra udstedelsespolitikken. Udstedelserne kunne ek-

sempelvis koncentrerer i det 10-årige segment, mens varigheden uafhængigt heraf kunne styres ved at indgå renteswaps¹.

- Valutaswaps fra kroner til euro blev introduceret i 2001. Ved at anvende valutaswaps kunne der optages lån i fremmed valuta ved at udstede indenlandsk gæld og efterfølgende omlægge provenuet til udenlandsk valuta via swapforretninger.
- Værdipapirudlånsordninger blev introduceret i 1998 for at understøtte likviditeten i nyåbnede statspapirer. Ordningerne fungerede ved, at staten – mens seriestørrelserne endnu var små – udstedte en vis mængde ekstra obligationer, som den selv ejede, og som den efterfølgende kunne udlåne til markedsdeltagere mod et gebyr. Herved blev det muligt "kunstigt" at øge den cirkulerende mængde af de nyåbnede statspapirer, hvilket bidrog til at øge likviditeten i serierne.² Udlånsordningerne blev i 1999 udvidet til alle statsgældsbeviser og statsobligationer i låneviften, dvs. de papirer, som staten udstedte i, og i 2000 blev skatkammerbeviser omfattet.
- I årene efter 2002 fik flere af de statsgaranterede enheder adgang til at låne direkte af staten, som finansierede udlånene ved at udstede obligationer (genudlån).

Når der ses bort fra årene omkring valutakrisen i 1993, var statens behov for låntagning i udlandet i 1990'erne og begyndelsen af det nye årtusinde relativt beskedent sammenlignet med det indenlandske lånebehov. Statens mellem- og langfristede udenlandske låntagning var gennem 1990'erne baseret på en lånestrategi, hvor staten optog mange mindre lån på de internationale lånemarkeder. Målsætningen var at opnå lave låneomkostninger ved at udnytte fordelagtige lånemuligheder. Strategien medførte dog en forholdsvis illikvid låneportefølje, som begrænsede mulighederne for at omlægge gælden. Mulighederne for at optage denne type mindre lån blev endvidere sidst i 1990'erne færre og mindre fordelagtige end tidligere.³ Fra 2001 blev den udenlandske lånestrategi derfor omlagt i retning af færre og lidt større lån suppleret med låntagning via valutaswaps fra kroner til euro.

¹ En renteswap er en aftale mellem to parter om fremtidig periodisk udveksling af rentebetalinger i en aftalt periode på basis af en fiktiv hovedstol. Ofte udveksles betaling af fast rente (swaprenten for den pågældende løbetid) mod betaling af variabel rente. Statsgældens varighed kan eksempelvis forkortes ved at indgå en 10-årig renteswap, hvor staten modtager en fast 10-årig rente mod betaling af en variabel 6-måneders-rente, jf. kapitel 8 om "Indenlandske renteswaps" i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1998.

² Jf. side 31 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1998.

³ Jf. side 45 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 2000.

DEN SOCIALE PENSIONS FOND

Den Sociale Pensionsfond, DSP, blev oprettet ved lov om Den Sociale Pensionsfond i 1970, hvor der blev indført et særligt folkepensionsbidrag. Loven skulle tilvejebringe de økonomiske forudsætninger for at yde en tillægspension fra og med 1976 til alle, der oppebar en social pension. Endvidere var formålet med DSP at øge opsparingen og skabe bedre ligevægt på kapitalmarkedet og i økonomien som helhed.

Begyndelsestidspunktet for overførsler fra fonden blev ved lov i 1975 udskudt til 1979. Ved lov i 1981 blev indbetalingerne af det særlige folkepensionsbidrag til DSP standset med virkning fra 1. januar 1982. Fonden blev herefter videreført som en del af statens aktiver. Det blev samtidig fastsat, at det løbende renteafkast af fonden (fratrullet realrenteafgift/pensionsafkastskat) dels skulle overføres til Socialministeriet og anvendes til at finansiere pensionsforbedringer, dels henlægges til fonden. Det beløb, der skulle anvendes til finansiering af pensionsforbedringer, blev fastsat i finansloven svarende til de faktiske årlige udgifter til de pensionsforbedringer, der blev gennemført med henvisning til DSP.¹ Med virkning fra den 1. januar 1999 blev loven ændret, så det fremgik, at DSP's grundkapital kunne anvendes til at finansiere pensionsforbedringer, såfremt udgifterne til hertil oversteg renteindtægterne. Dette princip for overførsel til Socialministeriet havde siden 1996 været fastlagt i en tekstanmærkning på finansloven.²

2. fase af Den Økonomiske og Monetære Union, ØMU, trådte i kraft den 1. januar 1994, jf. kapitel 7 og 8. I en protokol til Maastricht-traktaten var tærskelværdien for den offentlige sektors gæld fastsat til 60 pct. af BNP. Den offentlige gæld skulle opgøres som bruttogæld. Der kunne dog foretages en konsolidering af den offentlige sektors fordringer på sig selv, hvorfor DSP's beholdning af statspapirer kunne fradrages i opgørelsen af den offentlige gæld. Derimod kunne indeståendet på statens konto i Nationalbanken og DSP's beholdning af realkreditobligationer mv. ikke konsolideres i gældsopgørelsen.³

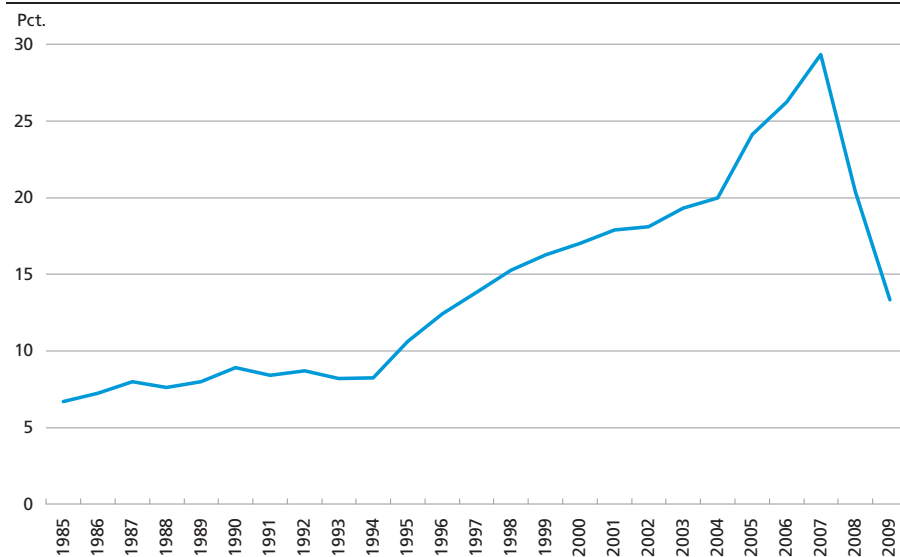
I oktober 1995 blev der påbegyndt en omlægning af DSP's beholdning af realkreditobligationer mv. til statsobligationer, jf. figur B.2. Det skete

¹ Jf. side 190-191 i Finansministeriet, *Statens låntagning og gæld*, 1990; og side 61 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1996.

² Jf. side 51 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1999.

³ Jf. side 51-52 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1994; og side 47-48 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1995. Fra dansk side var der i EU-regi lagt vægt på, at det også burde være muligt at fratække visse let omsættelige aktiver i ØMU-gældsopgørelsen, såsom statens indestående i Nationalbanken og DSP's beholdning af realkreditobligationer mv. Det blev ikke tilfældet. Det var dog indskrevet i erklæringerne i Rådets Forordning 3605/93, at disse aktiver for Danmarks vedkommende skulle specificeres i fodnoter ved præsentationen af den offentlige gæld. Det var dog erfaringen i de efterfølgende år, at fodnoterne havde en tendens til at blive "glemt" i sådanne præsentationer og ikke blev tillagt nogen synderlig vægt ved vurdering af Danmarks gældsforhold.

DSP's BEHOLDNING AF DANSKE STATSOBLIGATIONER SOM ANDEL AF DEN SAMLEDE UDESTÅENDE MÆNGDE AF DANSKE STATSOBLIGATIONER 1985-2009 Figur B.2



Anm.: Ultimo året. Obligationer er opgjort til nominel værdi bortset fra indeksobligationer, der er opgjort til indekseret værdi.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

hovedsageligt i forbindelse med udtrækninger og indfrielse, men der blev også solgt fastforrentede nominelle realkreditobligationer samt indeksobligationer. Sigtet var, at omlægningen af papirer i DSP's obligationsbeholdning blev gennemført, så der ikke forekom væsentlige ændringer i renteforskellen mellem forskellige obligationstyper.¹ Omlægningerne af DSP's obligationsbeholdning i retning af flere statsobligationer bidrog isoleret set til en vis reduktion af den offentlige sektors bruttogæld.

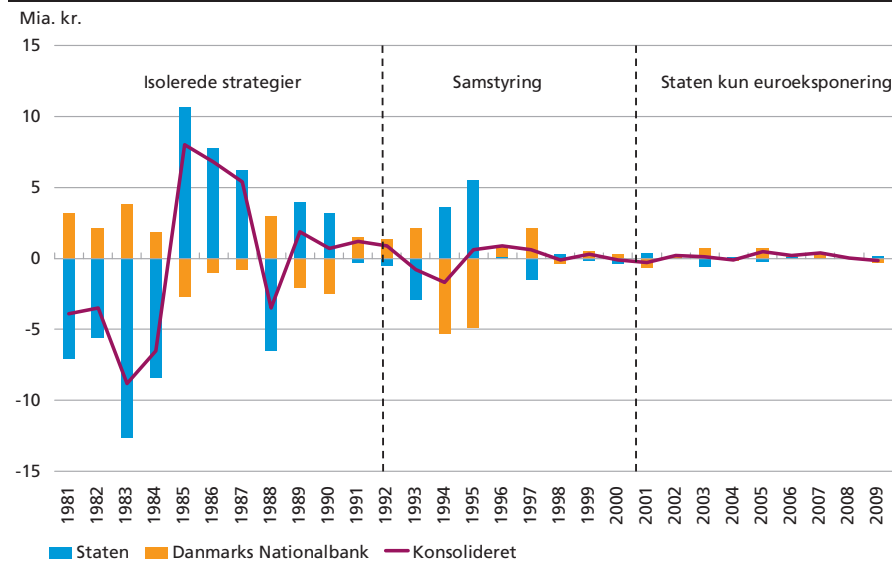
VALUTAMÆSSIG SAMSTYRING AF NATIONALBANKENS VALUTARESERVER OG STATENS UDLANDSGÆLD 1992-2000

Statens optagelse af valutalån i slutningen af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne indebar, at staten fik en betydelig valutagæld. Samtidig havde Nationalbanken et valutatilgodehavende i form af valutareserven. Op igennem 1980'erne var administrationen af gæld og reserve i henholdsvis Finansministeriet og Nationalbanken adskilt. Det gav sig udslag i en stor nettoeksponering over for ustabile valutaer for staten og Nationalbanken set under ét. Statens havde således en gæld i dollar, japanske yen og schweizerfranc, som langt oversteg Nationalbankens

¹ Jf. side 68 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1998.

STATENS OG NATIONALBANKENS VALUTAKURSGEVINSTER (+) OG VALUTAKURSTAB (-) 1981-2009

Figur B.3



Kilde: Danmarks Nationalbank.

tilgodehavende i de samme valutaer. Nettoeksponeringen over for D-mark, der som ankervaluta i ERM-samarbejdet måtte anses for mindre risikofyldt, var til gengæld relativt beskedent. Samlet set var staten og Nationalbanken derfor udsat for en betragtelig valutakursrisiko, jf. figur B.3.¹

Rigsrevisionen bemærkede i begyndelsen af 1991, at:

"... der ved Statsgældsafdelingens styring af den udenlandske gæld tilsyneladende ikke tages hensyn til sammensætningen af Nationalbankens valutareserve."²

Mulighederne for at styre statens og Nationalbankens valutarisici var imidlertid blevet mere naturlig med overflytningen af Finansministeriets statsgældsafdeling til Nationalbanken i 1991, og primo 1992 blev en samstyring af valutaeksponeringen på statens valutagæld og Nationalbankens valutareserve påbegyndt.

Ved introduktionen blev samstyringen begrundet i følgende tre forhold:³

¹ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1997, kapitel 10: Erfaringer med samstyring af statens og Nationalbankens valutaeksponering.

² Jf. side 9 i Rigsrevisionens "Beretning til statsrevisorerne om statens låntagning og gæld", 9. januar 1991.

³ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1991, kapitel 6: Samordnet styring af statsgæld og valutareserve

1. Formålet med statens låntagning i fremmed valuta var hensynet til størrelsen af Nationalbankens valutareserver.
2. Nationalbankens overskud, som i betydelig udstrækning kunne henføres til afkastet af valutareserven, tilfaldt for en stor dels vedkommende staten.
3. De vurderinger af rente- og valutaudsigter mv., der lå til grund for styringen af gæld og valutareserve, var ensartede. Derfor burde dobbeltarbejde i den forbindelse undgås.

Det mere overordnede formål med samstyringen var at sikre, at staten ikke lånte i én valuta, mens Nationalbanken placerede i en anden. Herved kunne den samlede valutakursrisiko begrænses.

Samstyringen skete ved, at statens og Nationalbankens samlede nettovalutaeksponering blev besluttet på de kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken. Udgangspunktet for at fastlægge valutaforordningen var en afvejning af forventet afkast og risiko inden for rammerne af en porteføljemodel.¹

I perioden 1992-95 havde valutaforordningen karakter af en fast relativ forordning af nettogælden på valutaer. En konsekvens af denne styring var, at den absolutte eksponering i alle valutaer ændrede sig ved ændringer i nettogælden. Dermed blev statens og Nationalbankens valutakursrisiko set under ét afhængig af nettogældens størrelse. En sådan automatik blev ikke vurderet som værende logisk eller hensigtsmæssig. Fra starten af 1996 ændredes valutaforordningen derfor til en fast absolut nettoforordning for alle valutaer undtagen ERM-valutaerne². Nettopositionen i ERM-valutaerne blev beregnet residualt og kom derved til at bære hele tilpasningen ved ændringer i nettogælden. Med denne model blev det opnået, at ændringer i nettogælden kun påvirkede eksponeringen over for de valutaer, der i lyset af fastkurspolitikken fluktuerede mindst over for danske kroner. Ændringer i nettogældens størrelse indebar herefter kun en relativt beskeden påvirkning af statens og Nationalbankens valutakursrisiko set under ét.³

Nettostyringen lagde statens og Nationalbankens valutakursrisiko i faste rammer, gav større klarhed om den samlede valutakursrisiko og medførte den tilstræbte koordinering mellem låntagning og placering. Nettopositionerne i andre valutaer end ERM-valutaer blev reduceret, så risikoniveauet blev nedbragt.

¹ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1991, kapitel 7: Bestemmelse af neutral valutaforordning ved hjælp af porteføljemodel; og Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1993, kapitel 7: Porteføljemodel.

² I relation til valutareserven drejede det sig om D-mark, franske franc, hollandske gylde, belgiske franc og ecu.

³ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1995, kapitel 7: Ændrede styringsprincipper for nettovalutagælden.

Erfaringerne med nettostyringen viste dog også, at man i praksis var nødt til at tillægge bruttofordelingerne betydning. Staten og Nationalbanken aflagde selvstændige regnskaber, og i Nationalbankens regnskab slog urealiserede kursreguleringer på bl.a. valutamellemværender direkte igennem på overskuddet. I 1994 var der således betydelige valutakursreguleringer på både statens og Nationalbankens valutamellemværender. Dollar blev gennem 1994 svækket med ca. 10 pct. over for danske kroner. Det var hovedårsagen til et stort valutakurstab for Nationalbanken og en stor statslig valutakursgevinst.

Selv om statens og Nationalbankens eksponering over for dollar set under ét var begrænset, var det vanskeligt for Nationalbanken at leve med bruttofordelinger af gæld og valutareserver, som indebar risiko for store kurstab for Nationalbanken. Det kunne i sidste ende smitte negativt af på Nationalbankens troværdighed som pengepolitisk myndighed. Da hverken staten eller Nationalbanken havde nogen nævneværdig nytte af en stor bruttorisiko, blev det i 1995 besluttet at nedbringe valutakursrisikoen på bruttofordelingerne. Samstyringen af valutakurseksponeringer på gæld og valutareserve foregik herefter som koordineret bruttostyring.¹

Statens og Nationalbankens nedbringelse af bruttovalutakurseksponeringerne i andre valutaer end euro ændrede med tiden betingelserne for at styre den samlede valutakursrisiko. Fra 2001 blev det besluttet, at statens udenlandske gæld udelukkende skulle være i euro. Da Nationalbankens valutareserve for langt størstedelens vedkommende ligeledes var eksponeret i euro, var der ikke længere behov for en formaliseret samstyring.²

STYRING AF RENTE-, KREDIT- OG OPERATIONELLE RISICI

Ud over valutakursrisici var der en række andre risici knyttet til statsgældsporteføljen, og styringen heraf blev løbende videreudviklet.

Renterisici

Renterisikoen på statens indenlandske og udenlandske gæld havde siden 1980'erne været styret ved hjælp af mål for gældens varighed og afdragsprofil. Fra og med 2000 blev styringen af varighed formaliseret yderligere, så der blev taget udgangspunkt i en eksplicit målsætning om varighed for den samlede statsgæld (dvs. indenlandsk og udenlandsk

¹ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1997, kapitel 10: Erfaringer med samstyring af statens og Nationalbankens valutaeksponering.

² Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 2000, kapitel 8: Samstyring af statens og Nationalbankens valutakursrisiko.

gæld fratrukket statens indestående i Nationalbanken og aktiverne i de statslige fonde).¹ Senere blev genudlån inddraget.

I 1997 blev styringen af renterisikoen på den indenlandske statsgæld suppleret med et mål for Cost-at-Risk, CaR, med henblik på at kvantificere den risiko, som var forbundet med gældens eksponering over for den fremtidige renteutvikling. CaR blev beregnet ved hjælp af en simulationsmodel og illustrerede den maksimale renteomkostning, der over en given årrække kunne forventes med en given sandsynlighed.² CaR-modellen blev senere udvidet til at omfatte de øvrige dele af gælden.³

Kreditrisici

Staten introducerede swaps som led i statsgældsforvaltningen i den første del af 1980'erne. Krediteksponeringen blev styret ved at fastsætte retningslinjer for, hvilke modparter der kunne accepteres. Som hovedregel blev der ikke accepteret modparter med en lavere kreditvurdering end statens egne. Endvidere blev der lagt vægt på at sprede krediteksponeringen på et stort antal modparter. Før nye swaps blev indgået med en given modpart, blev der taget hensyn til omfanget af eksisterende swaps med modparten. Den samlede krediteksponering blev imidlertid ikke overvåget løbende, og der var ikke bestemte grænser for krediteksponeringen over for de enkelte modparter.

I 1994 blev der indført et limitsystem til at styre krediteksponeringen af statens swapportefølje svarende til det, som Nationalbanken anvendte i forbindelse med valutareserven. Systemet gav mulighed for på daglig basis at opgøre krediteksponeringen på alle statens swaps med en given modpart og sammenholde den med den limit, som modparten havde fået tildelt.⁴

I 1999 indledte staten forhandlinger med sine swapmodparter om at etablere aftaler om ensidig sikkerhedsstilling for yderligere at reducere statens kreditrisiko, og i løbet af få år var en stor del af statens swapportefølje dækket af aftalerne.⁵

¹ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1999, kapitel 8: Styring af statsgældens varighed.

² Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1997, kapitel 7: Omkostninger og risiko på statens indenlandske gæld.

³ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 2003, kapitel 11: Renterisikostyring – nye tiltag.

⁴ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1994, kapitel 7: Krediteksponering på statens swaps.

⁵ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 2000, kapitel 6: Risikostyring og kapitel 11: Kreditrisici på swapmodparter.

Operationelle risici mv.

De operationelle risici blev søgt holdt på et lavt niveau ved funktionsadskillelse, veldokumenterede arbejdsgange og anvendelse af simple og velkendte finansielle instrumenter.

Ved en organisationsændring i Nationalbanken i 1996 blev der gennemført en klarere adskillelse mellem handelsfunktioner, back-office-funktioner og strategiovervejelser vedrørende såvel statsgældsforvaltningen som forvaltningen af Nationalbankens egne porteføljer.¹

Strukturerede lån² indgik frem til 1997 som en del af statens udenlandske låntagning. Det var et led i strategien om at optage mindre lån på fordelagtige vilkår. Lånene var via swaps omlagt til variabel rente, så deres kombinerede struktur kun påvirkede kreditrisikoen på swapporteføljen og ikke lånevilkårene. Strukturerede lån udgjorde 7 pct. af det samlede udenlandske låneprovenu i 1997, men tidligere havde andelen været højere.³

Strukturerede lån var normalt illikvide og svære at indfri før tid. Hertil kom, at strukturerede lån var behæftet med en vis "omdømmerisiko" for såvel staten som Nationalbanken. Ugebrevet "Mandag Morgen" omtalte således den 29. maj 1995 udførligt redegørelsen om de strukturerede lån i Nationalbankens publikation Statens låntagning og gæld 1994. Ugebrevet anførte, at Nationalbanken var:

"åben om, at nogle af udstedelserne har til formål at give markante skattebesparelser i udlandet",

og at andre kunne:

"bruges til at omgå udenlandske regler om investeringsgrænsninger og udbyttebetaling".

Det blev derfor besluttet at ændre retningslinjerne for den udenlandske låntagning i retning af simple lånekonstruktioner, som var gængse i markedet. Simple lånekonstruktioner var lette at prisfastsætte, ligesom de juridiske, omdømmemæssige og operationelle risici forbundet med konstruktionerne var reduceret til et minimum.⁴

¹ Jf. side 81-82 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1996.

² Dvs. lån, hvis hovedstol/kupon afhang af en formel, hvori fx en swaprente, en valutakurs, et aktieindeks eller guldprisen indgik, jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1994, kapitel 6: Strukturerede lån.

³ Jf. side 57-60, Niels Erik Sørensen, Statens udenlandske låntagning og gæld fra 1959 til 1991 - en personlig beretning, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 19, juli 2004.

⁴ Jf. side 42-43 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1997; og side 44 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1998.

STATENS BETALINGER OG STATENS KONTO I NATIONALBANKEN

Statens indestående i Nationalbanken blev frem til midten af 1990'erne forrentet med diskontoen minus 2 procentpoint for indestående over 3 mia. kr. i henhold til en aftale mellem Finansministeriet og Nationalbanken fra 1976. Den 1. januar 1996¹ blev principperne for forrentning af statens konto i Nationalbanken ændret, så det samlede indestående blev forrentet med diskontoen.²

I forbindelse med omdannelsen af Postgiro til Girobank i 1991, blev Postgiros fortrinsstilling til at formidle statslige betalinger ændret, så formidlingen fremover skulle ske på markedsvilkår.³ Disse betalinger skulle derfor varetages af private pengeinstitutter (herunder Girobank) udvalgt via licitation. Nationalbanken skulle dog fortsat udføre visse statslige betalinger.

Finansministeriet besluttede i 1999 at samle hovedparten af statens betalinger i ét system under Økonomistyrelsen, kaldet Statens Koncern Betalinger, SKB. Opbygningen af systemet blev efter udbud overdraget til et større privat pengeinstitut, og systemet blev etableret i 2000. Nationalbanken stod herefter alene for betalinger knyttet til statsgælden. Statens overskydende likviditet blev dog fortsat placeret på statens konto i Nationalbanken.⁴ Det indebar, at udsving i statens betalinger fortsat kunne påvirke de pengepolitiske modparters likviditet, jf. kapitel 3.

STATSLIGE LÅNEGARANTIER OG GENUDLÅN

Som led i statsgældsforvaltningen administrerede Nationalbanken en række statslige lånegarantier og genudlån til forskellige selskaber, som hovedsageligt var beskæftiget med infrastrukturprojekter, jf. figur B.4. I henhold til aftalen mellem Finansministeriet og Nationalbanken fra 1991 skulle Nationalbanken stå for godkendelse af de kommercielle vilkår for de enkelte finansielle transaktioner. Desuden skulle Nationalbanken bidrage med finansiell rådgivning, foretage en juridisk godkendelse af aftaledokumentation samt stille statsgaranti på vegne af finansministeren.

Gennem 1990'erne skete der en gradvis ændring af statens indflydelse i de statslige selskaber fra at påvirke løbende driftsbeslutninger til at

¹ Jf. side 82 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1995.

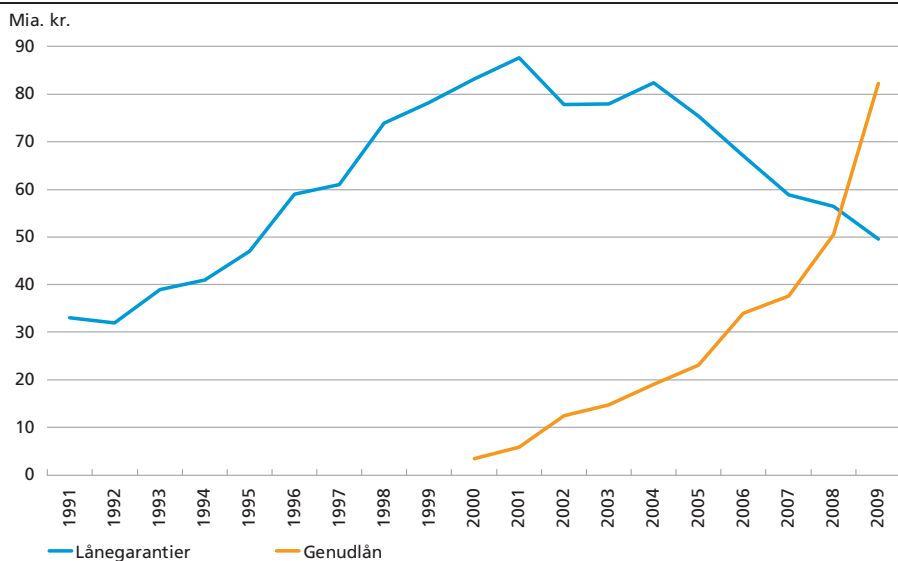
² Statens konto blev forrentet med diskontoen frem til 11. maj 2009, hvor forrentningen blev fastsat til diskontoen minus 1 procentpoint (dog ikke til under 0 pct.), jf. side 43 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2009.

³ Jf. side 379 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993; og Cirkulære nr. 6820 af 25. oktober 1991 vedrørende statslig betalingsformidling, herunder vejledning om gennemførelse af udbud af visse statslige ind- og udbetalinger.

⁴ Jf. side 37 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000.

STATSLIGE LÅNEGARANTIER OG GENUDLÅN 1991-2009

Figur B.4



Anm.: Genudlån omfatter genudlån til offentlige selskaber og Danmarks Skibskredit.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

fastlægge overordnede rammer for selskaberne. Samtidig blev der i de statsgaranterede enheder gradvis opbygget ekspertise i form af egne finansafdelinger. Finansministeriet og Nationalbanken var på baggrund heraf enige om, at der var behov for nye retningslinjer for en række statsgaranterede enheders låntagning mv. Målet var at klargøre Nationalbankens rolle. Det var endvidere et hensyn at gøre det klart, at ansvaret for låntagning, risikostyring mv. påhvilede det enkelte selskabs direktion og bestyrelse.

Der blev derfor i slutningen af 1998 indgået en aftale mellem Finansministeriet og Nationalbanken om nye retningslinjer for de statsgaranterede enheders låntagning mv. Tilsvarende aftaler blev senere indgået mellem Nationalbanken og andre relevante ministerier. De nye retningslinjer indebar, at enhederne inden for nærmere fastsatte rammer kunne agere uden forudgående tilladelse til de enkelte transaktioner. Der skulle endvidere holdes halvårslige møder med ministeriet og Nationalbanken, hvor den enkelte enhed orienterede om foretaget og planlagt låntagning samt risikostyring. Den juridiske godkendelse af aftaledokumentation og tildelingen af statsgaranti skulle som hidtil ske i Nationalbanken.¹

Aftalesættet vedrørende de statsgaranterede enheder bestod af tre elementer: En aftale mellem det relevante ministerium og Nationalban-

¹ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1999, kapitel 7: Statsgaranterede enheder.

ken, en aftale mellem ministeriet og den enkelte enhed og endelig en liste over acceptable låntyper. Nationalbanken skulle stå for udarbejdelse og vedligeholdelse af sidstnævnte liste, som byggede på, at transaktionerne skulle være gængse, dvs. kendt og brugt i markedet af anerkendte låntagere og opbygget af simple elementer, der gjorde dem gennemskuelige.

Ved en revision i 2000 af listen over acceptable låntyper blev det fastslået, at valutaeksponeringen af enhedernes låneporteføljer som udgangspunkt skulle begrænses til euro. Hvis den statsgaranterede enhed havde fremtidige drifts- eller investeringsmæssige indtægter i andet end euro, kunne enheden dog have valutaeksponering modsvarende disse indtægter.¹ Fra 2005 kunne der kun indgås swaps med modparter, med hvem der var indgået aftale om ensidig sikkerhedsstillelse.²

I 2003 fik Danmarks Skibskreditfond, DSF,³ adgang til en særlig genudlånsordning i kroner og dollar i forbindelse med, at Folketinget vedtog indførelsen af en ordning med midlertidig driftsstøtte til skibsbygning på danske skibsværfter. Ordningen for DSF blev omfattet af et aftalesystem, der svarede til det, som gjaldt de statsgaranterede enheder.⁴

¹ Jf. side 58 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 2000.

² Jf. side 66 i Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 2004.

³ Senere omdøbt til Danmarks Skibskredit.

⁴ Jf. Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 2003, kapitel 10: Genudlån til Danmarks Skibskreditfond.

SUPPLEMENT C

Nationalbankens statistikproduktion

ØGET STATISTIKPRODUKTION I NATIONALBANKEN

Nationalbankens statistikproduktion blev markant udvidet gennem 1990'erne og 2000'erne, jf. tabel C.1.

I begyndelsen af 1990'erne bestod produktionen mest af statistikker, der afspejlede tidligere tiders administrative behov. Statistikken over pengeinstitutternes balancer fulgte Finanstilsynets regnskabsbekendtgørelse, og statistikken over betalinger til og fra udlandet ("betalingsstatistikken" eller "valutastatistikken") var et produkt af den valutaregulering, som Nationalbanken administrerede, indtil de sidste restriktioner på kapitalbevægelser til og fra Danmark blev afskaffet i 1988.

Med tiden blev produktionen gradvis omlagt til statistikker, som fulgte internationale standarder for økonomisk statistik. Gennem 1990'erne var der primært tale om standarder udarbejdet af Den Internationale Betalingsbank, BIS, og Den Internationale Valutafond, IMF, men efter årtusindskiftet kom statistikkerne primært til at afspejle retningslinjer fastsat af Den Europæiske Centralbank, ECB. Sidstnævnte indebar bl.a., at statistikken over pengemængden og dens modposter blev kraftig udvidet, da de nye fælleseuropæiske monetære statistikker dannede basis for pengepolitikken i euroområdet. Selv om Danmark ikke deltager i eurosamarbejdet, indgår Nationalbanken på lige fod med de andre EU-landes centralbanker i statistiksamarbejdet med ECB, jf. kapitel 8.¹

SAMARBEJDET MED DANMARKS STATISTIK

Nationalbankens samarbejde med Danmarks Statistik blev intensiveret gennem 1990'erne. I begyndelsen af 1990'erne blev det aftalt, at Nationalbanken skulle overtage opgørelsen af Danmarks udlandsgæld fra Danmarks Statistik. Nationalbanken stod i forvejen for statistikken over betalingsamkvemmet med udlandet og var dermed i besiddelse af en

¹ Jf. side 92-93 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000.

NATIONALBANKENS OFFENTLIGGØRELSER AF NYE STATISTIKKER SIDEN 1989 Tabel C.1

År	Ny statistik	Offentliggørelses-frekvens
1989	Statistik over omsætningen på valutamarkedet opgjort efter retningslinjer fra BIS. ¹	Hvert tredje år
1990	Landefordeling af pengeinstitutternes udenlandske mellemværender opgjort efter retningslinjer fra BIS. ²	Kvartalsvis
1991	Ny balancestatistik for pengeinstitutter baseret på ny regnskabsbekendtgørelse fra Finanstilsynet. ³	Månedlig
1994	Ny udlånsundersøgelse opgjort efter retningslinjer fra IMF. ⁴	Årlig (kvartalsvis fra 2002)
1994	Detaljeret opgørelse med lande- og branchefordeling af danske virksomheders beholdning af direkte investeringer i udlandet. ⁵	Aperiodisk (årlig fra 2003)
1996	Ny statistik over realkreditinstitutternes nettoudlån og udestående udlån. ⁶	Månedlig
1996	BIS-statistikken over omsætningen på valutamarkedet udvides til at omfatte markedet for afledte finansielle instrumenter. ⁷	Hvert tredje år
1996	Ny statistik over pengeinstitutternes gennemsnitlige indlåns- og udlånsrenter fordelt på sektorer. ⁸	Kvartalsvis
1998	Resultaterne af den danske del af IMF's internationalt koordinerede porteføljeundersøgelse offentliggøres. ⁹	Aperiodisk
1998	Ny betalingsstatistik baseret på elektroniske indberetninger frem for papirmeldelser. Statistikken fulgte retningslinjer fra IMF. ¹⁰	Månedlig
2001	Ny balancestatistik for MFI'er (penge- og realkreditinstitutter mv.) opgjort efter ECB-standarder. ¹¹	Månedlig
2001	Statistik for investeringsforeninger opgjort efter ECB-standarder. ¹²	Kvartalsvis
2003	Ny gennemsnitsrentestatistik for MFI'er opgjort efter ECB-standarder. ¹³	Månedlig
2003	Ny værdipapirstatistik opgjort efter ECB-standarder. ¹⁴	Månedlig
2004	Finansielle statuskonti opgjort efter ECB-standarder. ¹⁵	Kvartalsvis
2005	Ny opgørelse af betalingsbalancens finansielle poster baseret på et nyt indsamlingssystem. ¹⁶	Månedlig
2009	Udlånsundersøgelse baseret på spørgeskemaer udsendt til kreditchefer i større banker og realkreditinstitutter. ¹⁷	Kvartalsvis

¹ Jf. Helge Fosgaard, Omsætningen på valutamarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, November 1989.

² Jf. Jens Erik Larsen, Danske pengeinstitutters internationale virksomhed, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, November 1990.

³ Jf. Danmarks Nationalbank, Pengemængden og indenlandsk pengeskabelse, *Kvartalsoversigt*, Maj 1991.

⁴ Jf. Danmarks Nationalbank, Revideret opgørelse af udlånsbalancen, *Kvartalsoversigt*, Maj 1994.

⁵ Jf. Danmarks Nationalbank, Direkte investeringer ved udgangen af 1991, *Kvartalsoversigt*, August 1994.

⁶ Jf. Danmarks Nationalbank, Realkreditinstitutternes udlån, *Kvartalsoversigt*, Februar 1996.

⁷ Jf. Danmarks Nationalbank, Undersøgelse af valutamarkedet og markederne for afledte instrumenter i april 1995, *Kvartalsoversigt*, Februar 1996.

⁸ Jf. Danmarks Nationalbank, Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter, *Kvartalsoversigt*, Maj 1996.

⁹ Jf. Lill Thanning Hansen, Valutaindlændingens beholdning af udenlandske obligationer og aktier, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1998.

¹⁰ Jf. Lasse Tryde, Nationalbankens nye indberetningssystem til betalingsstatistikken, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1999.

¹¹ Jf. Kjeld Ole Nielsen og Anders Mølgaard Pedersen, Ny balancestatistik for monetære finansielle institutioner, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1999.

¹² Jf. Gitte Wallin Pedersen og Faisal Sethi, Ny statistik for investeringsforeninger, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2001.

¹³ Jf. Tina Christoffersen og Marie Jakobsen, Ny rentestatistik, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2003.

¹⁴ Jf. Katrine Skjærbæk og Birgitte Søgaard Holm, Dansk værdipapirstatistik i et internationalt perspektiv, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2003.

¹⁵ Jf. Jan Overgaard Olesen og Jens Jakob Svanholt, Kvartalsvise finansielle konti for Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2004.

¹⁶ Jf. Jens Hald, *Danmarks betalings- og kapitalbalance – en samlet fremstilling af dataindsamling og -bearbejdning*, Danmarks Nationalbank, januar 2007.

¹⁷ Jf. Carina Moselund Jensen og Tania Al-Zagheer Sass, Nationalbankens udlånsundersøgelse – Ny statistik over ændringer i penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2009; og Torben Nielsen, Nationalbankens udlånsundersøgelse – de første resultater, *FinansInvest*, nr. 2, 2010.

række af de oplysninger, der var behov for i forbindelse med opgørelsen af udlandsgælden.¹

Samarbejdet mellem Nationalbanken og Danmarks Statistik omkring opgørelsen af Danmarks betalingsbalance over for udlandet blev ligeledes forøget. Nationalbanken havde som nævnt en lang tradition for at udarbejde statistik over betalings-samkøbet med udlandet. Den havde sin oprindelse i tiden før liberaliseringen af kapitalbevægelserne, hvor kapitaltransaktioner med udlandet i vidt omfang skulle godkendes af Nationalbanken. Danmarks Statistik stod for opgørelsen af betalingsbalancen over for udlandet, og Nationalbankens betalingsstatistik var en af de vigtige kilder bag opgørelsen.

I midten af 1990'erne opstod der større forskelle mellem saldoen på betalingsbalancens løbende poster i Danmarks Statistiks opgørelse og saldoen på de løbende betalinger fra og til udlandet i Nationalbankens betalingsstatistik. Der blev derfor igangsat et større samarbejde med henblik på at kortlægge årsagerne hertil og forbedre statistikkerne.² Forskellen mellem de to statistikker afspejlede, at betalingsbalancestatistikken opgjorde værdien af transaktionerne med udlandet, uanset om der fandt betaling sted eller ej, mens betalingsstatistikken opgjorde betalingerne. I 2000 blev offentliggørelsen af Danmarks Statistiks betalingsbalancetal fremrykket med ca. en måned, så der ikke længere var samme behov for at anvende Nationalbankens opgørelse af betalinger fra og til udlandet som rettesnor for udviklingen på betalingsbalancen. Nationalbanken ophørte dermed med at offentliggøre statistik over de løbende betalinger og kunne fokusere på de finansielle betalinger.³

I slutningen af 1990'erne stod Nationalbanken foran en større udbygning af sin statistikproduktion for at kunne leve op til ECB's standarder på området. På den baggrund indgik Danmarks Statistik og Nationalbanken i efteråret 1999 en principaftale om ansvarsfordeling i relation til udarbejdelse af statistik. Aftalen indebar, at Danmarks Statistik primært var ansvarlig for den økonomiske statistik, men hovedansvaret for at indsamle statistik på det finansielle område lå hos Nationalbanken. Det svarede til arbejdsdelingen mellem ECB og Eurostat. I 2000 blev principaftalen fulgt op af en egentlig samarbejdsaftale.⁴

¹ Jf. Danmarks Nationalbank, Revideret opgørelse af udlandsgælden, *Kvartalsoversigt*, Maj 1994.

² Jf. pressemeddelelse om "Usikkerhed om opgørelsen af betalingsbalancen" fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank af 14. august 1998 (optrykt på side 129-130 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998); og Danmarks Nationalbank, Sammenligning af varehandel og varebetalinger, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2000.

³ Jf. Danmarks Nationalbank, *Betalinger fra og til udlandet*. Oktober 2000, *Nyt*, nr. 123, 14. december 2000.

⁴ Jf. side 96 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1999.

ÆNDRING AF LOV OM DANMARKS NATIONALBANK I 2010

Boks C.1

Folketinget vedtog i slutningen af maj 2010 en ændring af lov nr. 116 af 7. april 1936 om Danmarks Nationalbank, som ændret ved lov nr. 166 af 13. april 1938, § 44 i lov nr. 88 af 15. marts 1939, lov nr. 67 af 15. marts 1967 og § 90 i lov nr. 174 af 30. april 1969. Med ændringen, som trådte i kraft den 1. juli 2010, blev der i loven indført en ny § 14a med følgende ordlyd:

"Banken indsamler, bearbejder og offentliggør statistiske oplysninger inden for dens kompetenceområde og kan anvende disse oplysninger, når det er nødvendigt for udførelsen af dens opgaver, jf. § 1.

Stk. 2. Banken kan anmode følgende juridiske og fysiske personer om inden for en frist at meddele de nærmere angivne oplysninger, som vedkommende er i besiddelse af, og som er nødvendige for bankens udførelse af de i stk. 1 nævnte opgaver:

- 1) Juridiske og fysiske personer, som har hjemsted i Danmark, og som udøver finansiell virksomhed i henhold til lov om finansiell virksomhed eller anden finansiell lovgivning.
- 2) Juridiske og fysiske personer med hjemsted i Danmark, som har økonomiske mellemværender med udlandet.
- 3) Juridiske og fysiske personer med hjemsted i Danmark, som har udstedt eller ejer værdipapirer eller forestår handel med eller clearing og afvikling af finansielle produkter.
- 4) Filialer el.lign. i Danmark, der ikke betragtes som juridiske eller fysiske personer, men som i øvrigt er omfattet af definitionerne i nr. 1-3.

Stk. 3. Med bøde straffes de personer m.v., som er nævnt i stk. 2, der undlader rettidigt at meddele de oplysninger, banken anmoder om, eller som forsætligt eller ved grov uagtsomhed afgiver urigtige oplysninger. Der kan pålægges selskaber m.v. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel.

Stk. 4. Banken kan videregive fortrolige statistiske oplysninger, i det omfang og med den detaljeringsgrad det er nødvendigt for udførelsen af pågældendes opgaver til følgende:

- 1) Det Europæiske System af Centralbanker.
- 2) European Systemic Risk Board.

Stk. 5. Oplysninger, der kan videregives efter stk. 4, er oplysninger på individniveau, der gør det muligt direkte eller indirekte at identificere de i stk. 2 nævnte personer m.v."

Kilde: L 175 i Folketingstidende C, Folketinget 2009-10.

HJEMMEL TIL INDSAMLING AF STATISTIK

Nationalbankens udbygning af den finansielle statistik gav ligeledes behov for at styrke Nationalbankens hjemmel til at indsamle statistik. Nationalbanken havde i kraft af Valutabekendtgørelsen formel bemyndigelse til at indsamle de oplysninger, som var nødvendige for at opgøre statistik over grænseoverskridende betalinger og kapitalbalancen over for udlandet ("udlandsgælden"). På det finansielle område skete indsamlingen på basis af Finanstilsynets hjemmel.

Nationalbanken fik i 2000 egen statistikhjemmel på det finansielle område via en ændring af lov om Danmarks Statistik, som gav Danmarks Statistik mulighed for at overdrage opgaven med at indsamle, bearbejde og offentliggøre finansiell statistik til Nationalbanken.¹

I 2010 blev der indsat en statistikbestemmelse i nationalbankloven, jf. boks C.1. Samtidig blev Nationalbankens statistikhjemmel i lov om Danmarks Statistik ophævet.

¹ Jf. side 96-97 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1999; og side 17 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000.

SUPPLEMENT D

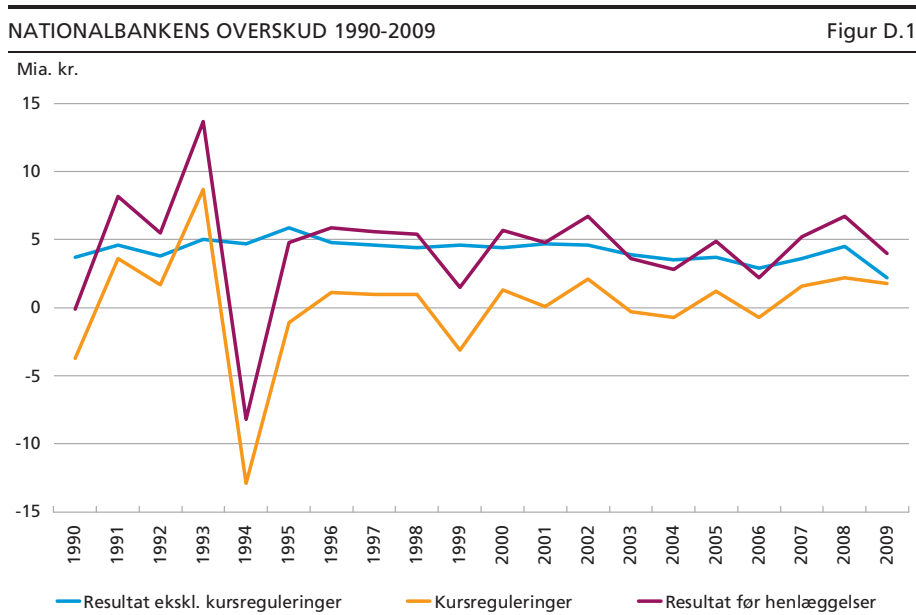
Nationalbankens regnskabsresultater og informationsvirksomhed

REGNSKABSRESULTATER OG RISIKOSTYRING

I gennemsnit var Nationalbankens overskud på 4,4 mia. kr. i perioden 1990-2009, jf. figur D.1. I alle årene var der et positivt og relativt stabilt resultat før kursreguleringer. Det afspejlede primært Nationalbankens basisindtjening i form af møntningsgevinst og forrentning af modposten til egenkapitalen fratrukket omkostningerne ved at holde valutareserven, jf. boks D.1.¹

Kursreguleringer havde en tendens til at udligne hinanden over tid. De meget store kursgevinster og -tab i begyndelsen af 1990'erne afspejlede som nævnt i supplement B i høj grad den valutamæssige samstyring mellem Nationalbankens valutareserve og statens valutagæld. Set under ét havde Nationalbanken og staten i kraft af samstyringen en lav valutakursrisiko, men samstyringen indebar, at statens gæld i dollar blev modsvaret af aktiver i dollar i Nationalbankens valutareserve. Som følge af de store udsving i dollarens værdi fra år til år kunne det give store valutakursgevinster eller -tab for Nationalbanken. Efter beslutningen i 1995 om at nedbringe såvel statens som Nationalbankens bruttoeksponeringer i dollar blev kursreguleringerne på Nationalbankens regnskab betydeligt mindre.

¹ Jf. side 17-20 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel styring i Danmarks Nationalbank*, 2003; samt Ib Hansen og Christian Ølgaard, Nationalbankens risikostyring, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2000.



Kilde: Danmarks Nationalbank.

FAKTORER BAG NATIONALBANKENS FINANSIELLE RESULTAT Boks D.1

I tabel D.1 er det illustreret, hvordan Nationalbankens finansielle resultat for 2002 på 7,1 mia. kr. fordelte sig på bankens "forretningsområder".

NATIONALBANKENS FINANSIELLE RESULTAT, 2002 Tabel D.1

	Mia. kr.
<i>Basisindtjening</i>	
Møntningsgevinst ("seignorage")	1,5
Modpost til egenkapital	1,7
Valutareerven og dens finansiering	-0,5
Valutakursrisiko	0,4
Basisindtjening, i alt	3,1
<i>Resultat af yderligere risiko</i>	
Renterisiko, direkte afkast ("carry") mv.	0,9
Renterisiko, rentedrevne kursgevinster	3,1
Resultat af yderligere risiko i alt	4,0
Samlet finansielt resultat	7,1

Basisindtjeningen er den del af indtjeningen, som følger af Nationalbankens rolle som myndighed. Basisindtjeningen kan opdeles i fire områder:

FORTSAT

Boks D.1

- Møntningsgevinst er den gevinst, som Nationalbanken opnår ved at udstede sedler og mønter. Når pengeinstitutterne får udleveret kontanter, reduceres deres nettoindestående i Nationalbanken. Herved sparer Nationalbanken renteudgifter til pengeinstitutterne. Sedler og mønter kan betragtes som et rentefrit lån til Nationalbanken. Nationalbanken tjener dermed forskellen mellem den pengepolitiske rente og nul på det udestående seddel- og møntomløb. I 2002 gav det en indtjening på 1,5 mia. kr.
- Nationalbanken får indtægter ved at investere modposten til bankens egenkapital. Hvis det antages, at modposten til egenkapitalen placeres i korte kroneaktiver med en forrentning svarende til de pengepolitiske renter, bidrog det i 2002 med 1,7 mia. kr. til basisindtjeningen.
- Valutareserven indebærer umiddelbart en udgift for Nationalbanken. Årsagen er, at valutareserven modsvares af rentebærende lån i danske kroner – enten hos pengeinstitutterne eller staten – mens hovedparten af valutareserven forrentes med eurorenten, der er lavere end den danske rente. I 2002 indebar det isoleret set en udgift for Nationalbanken på 0,5 mia. kr.
- Endelig indebærer myndighedsrollen uundgåeligt, at Nationalbanken er eksponeret over for valutakursrisici, idet det er nødvendigt at opretholde en valutareserve af hensyn til fastkurspolitikken. Valutareserven er primært eksponeret i euro, som i lyset af fastkurspolitikken er forbundet med lav valutakursrisiko. Endvidere er en del af valutareserven eksponeret over for dollar og guld. I 2002 bidrog den uundgåelige valutakursrisiko til basisindtjeningen med 0,4 mia. kr.

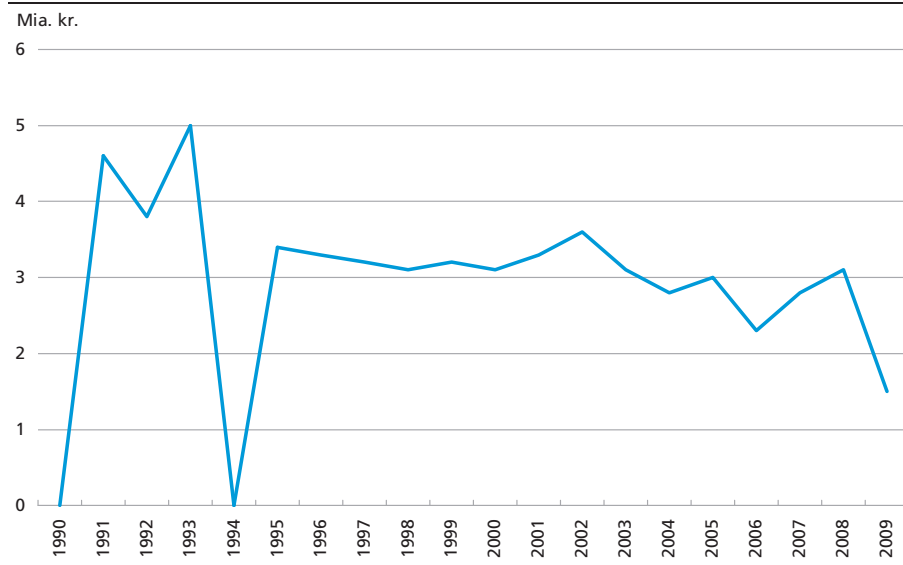
Nationalbanken er ikke udelukkende eksponeret over for basisrisiko som følge af myndighedsrollen, men også for andre risici. Det skyldes, at Nationalbanken som finansiel virksomhed har valgt at opnå et godt afkast ved at påtage sig yderligere risiko inden for acceptable grænser. Nationalbanken placerer således ikke udelukkende sine midler til den korte sikre rente, men placerer ligeledes i danske og udenlandske obligationer. Erfaringsmæssigt giver sådanne placeringer en vis merrenteindtjening ("carry"), men de påvirker også Nationalbankens resultat gennem rentedrevne kursgevinster og -tab som følge af udviklingen i rentekurven i Danmark og i udlandet. Det samlede resultat af yderligere risiko udgjorde 4,0 mia. kr. i 2002. Man skal dog være opmærksom på, at rentedrevne kursgevinster og -tab kan variere meget fra år til år.

OVERSKUDSOVERFØRSEL TIL STATEN

Nationalbankens overskud efter henlæggelser til reserver skal i henhold til § 19 i nationalbankloven tilfalde staten. I henhold til § 4, punkt 6, i Nationalbankens reglement gennemgår repræsentantskabet på grundlag af direktionens og bestyrelsens indstilling Nationalbankens årsregnskab og træffer bestemmelser om afskrivninger og henlæggelser mv. samt om anvendelse af overskuddet og søger den kgl. bankkommissærs godkendelse af regnskabet.

OVERSKUDSOVERFØRSEL TIL STATEN 1990-2009

Figur D.2



Kilde: Danmarks Nationalbank.

I 1990-94 blev det i forbindelse med afslutningen af årsregnskabet besluttet, at positive kursreguleringer blev henlagt til reserveerne, mens negative kursreguleringer blev fratrukket driftsoverskuddet inden udbetaling til staten. Det gav anledning til store udsving fra år til år i overskudsoverførslerne til staten, jf. figur D.2.

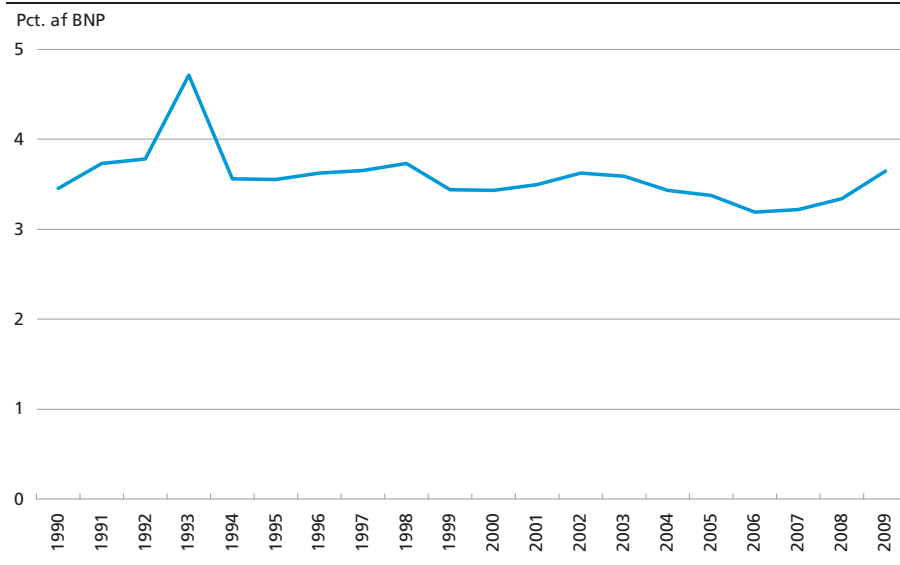
Med ikrafttrædelsen af 2. fase af den Økonomiske og Monetære Union i EU i 1994 skulle medlemslandene søge at modvirke uforholdsmæssigt store budgetunderskud på de offentlige finanser, jf. kapitel 7 og 8. Det indebærer bl.a., at det offentlige budgetunderskud ikke måtte udgøre mere end 3 pct. af bruttonationalproduktet, BNP. De store udsving i overskudsoverførslerne fra Nationalbanken til staten bidrog isoleret set til at gøre en del af det offentlige budgetunderskud volatilt og dermed uforudsigeligt. Konsekvensen af de hidtidige beslutninger var desuden, at Nationalbankens konsolidering afhang af, om der i de enkelte år var positive kursreguleringer.¹

I 1995-2001 blev der benyttet følgende princip ved de årlige beslutninger om overskudsdisponeringen: Positive kursreguleringer blev henlagt til en kursreguleringsfond. Negative kursreguleringer blev så vidt muligt dækket af kursreguleringsfonden. Efter overførsel til/fra kursreguleringsfonden blev 30 pct. af det beløb, der var til rådighed, henlagt til sikringsfonden til konsolidering af Nationalbanken. De resterende 70

¹ Jf. side 81-82 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1995.

NATIONALBANKENS EGENKAPITAL 1990-2009

Figur D.3



Kilde: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik.

pct. af dette beløb blev overført til staten. Det indebar en betydeligt større stabilitet i overskudsoverførslerne til staten sammenlignet med tidligere, jf. figur D.2. I 2002-07 blev det besluttet, at den andel af resultatet, der skulle henlægges til sikringsfonden, skulle udgøre 20 pct. Efter overførsel til/fra kursreguleringsfonden blev der herefter overført 80 pct. af overskuddet til staten.¹ I 2008-09 var beslutningen at henlægge 30 pct. af resultatet til sikringsfonden for at sikre konsolideringen af Nationalbanken.²

I marts 2003 afgav Rigsrevisionen en beretning til statsrevisorerne om praksis for disponering af Nationalbankens overskud.³ Beretningen blev dog trukket tilbage i april 2003, da der var behov for yderligere undersøgelser af de rejste spørgsmål.⁴

I hele perioden efter 1990 udgjorde Nationalbankens egenkapital en relativt konstant andel af BNP, jf. figur D.3.

Nationalbanken videreudviklede løbende sine principper for styring af finansielle risici. Det blev endvidere fundet vigtigt af hensyn til bankens troværdighed, at principperne for og resultaterne af den finansielle styring var kendt af offentligheden. Nationalbanken påbegyndte således offentliggørelse af oplysninger om rentefølsomheden på valutareserven

¹ Jf. fx side 112 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2002.

² Jf. fx side 44 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2008.

³ Jf. Rigsrevisionens "Beretning til statsrevisorerne om regler og praksis for disponering af Nationalbankens overskud" (RB JUR01/03 – marts 2003), afgivet 26. marts 2003 og offentliggjort den 1. april 2003.

⁴ Jf. pressemeddelelse fra rigsrevisor af 9. april 2003.

og fondsbeholdningen i Beretning og regnskab 1997, oplysninger om bankens "value-at-risk"¹ for bankens markedsrisiko i Beretning og regnskab 1999 og oplysninger om "stresstest"² i Beretning og regnskab 2001.

DANSK EKSPORTFINANSIERINGSFOND³

I den første del af 1970'erne kunne eksportkreditter refinansieres i Nationalbanken. Da Nationalbanken ønskede at komme væk fra særordninger, der indebar refinansiering i Nationalbanken, tog Nationalbanken i 1974 initiativet til etablering af et selvstændigt institut til finansiering af eksportkreditter. Efter nogen tids forhandling med regeringen, industrien og pengeinstitutterne blev der opnået enighed om at oprette Dansk Eksportfinansieringsfond, DEF, til finansiering af lange eksportkreditter (bortset fra skibe).

DEF blev stiftet som et selvstændigt institut i marts 1975 og fik en garantikapital på 100 mio. kr., fordelt med 40 mio. kr. til Nationalbanken, 40 mio. kr. til bankerne og 20 mio. kr. til sparekasserne. Garantikapitalen blev aldrig indbetalt, og modsvarende modtog garantierne heller aldrig nogen provision.

Nationalbanken ydede DEF lån til en rente, som lå 0,5 pct. under fondens udlånsrente. For DEF var det dog endnu mere fordelagtigt at optage lån i udlandet. Nationalbanken garanterede således i mange år DEF, at den i hvert enkelt regnskabsår ikke ville blive ringere stillet, end hvis beløbet var lånt i Nationalbanken, mens DEF ville drage fordel af en eventuel besparelse. Da DEF normalt optog lån, som lød på valutaer, hvor renten var lav, fik den ofte en høj rentemarginal. Da de lavtforrentede valutaer også var de stærkeste, kom der ofte betydelige kurstab, som blev dækket af Nationalbanken.

DEF havde sin største aktivitet i slutningen af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne. I løbet af 1980'erne blev det efterhånden mindre fordelagtigt at optage lån i DEF, dels fordi markedsrenterne faldt kraftigt i Danmark, dels grundet ændringer i OECD's statsstøtteregler på området.

DEF's egenkapital voksede efterhånden så stærkt, at en yderligere opbygning var unødvendig. I 1984 blev DEF's rentemarginal ved refinansiering i Nationalbanken derfor nedsat fra 0,5 pct. til 0,3 pct. I 1987 blev rentemarginalen elimineret, og det blev besluttet, at forrentningen af DEF's egenkapital, som indestod på en konto i Nationalbanken, skulle

¹ Et udtryk for det maksimale fald i en porteføljes markedsværdi med en given sandsynlighed over en given tidshorisont.

² Beregninger til illustration af, hvordan værdien af Nationalbankens aktuelle portefølje ville blive påvirket under ekstreme, men dog ikke helt usandsynlige scenarier for markedsudviklingen.

³ Jf. side 306-310 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993; og Henning Dalgaard, *Dansk Eksportfinansieringsfond 1975-2000*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2000.

begrænses til det, som var nødvendigt for at sikre fonden et beskedent overskud.

Efter et udvalgsarbejde i 1. halvår 1995 fremsatte Erhvervsministeriet forslag om at etablere et nyt system for finansiering af eksportkreditter, som gjorde DEF overflødig. Da det nye system trådte i kraft i 1997, op-hørte DEF med at udstede nye lånetilsagn. DEF havde på det tidspunkt betydelige udestående mellemværender. Da løbetiden for nogle af lå-nene var op til 12 år, ville en passiv afvikling af DEF kunne trække ud i mange år. En hurtig afvikling af DEF forudsatte derfor, at DEF's enga-gementer blev solgt.

Det lykkedes i løbet af 1997 og begyndelsen af 1998 at få afhændet en del lån, men da salget af de resterende engagementer efterhånden gik i stå, besluttede DEF's styrelse at lade DEF træde i frivillig likvidation i juni 1998. Stifterne af DEF (Finansrådet og Nationalbanken) gav deres sam-tykke til denne beslutning, der desuden blev tiltrådt af Civilretsdirekto-ratet. Likvidatorerne solgte i løbet af de følgende 1½ år næsten alle de resterende lån og lånetilsagn i markedet. I december 1999 manglede kun salg af lån til en værdi af knap 150 mio. kr. Disse lån blev overtaget af Eksport Kredit Fonden (en institution under Erhvervsministeriet) i december 1999.

DEF kunne endelig afvikles i maj 2000 og DEF's formue på 406 mio. kr. kunne derefter overføres til staten til brug for eksportfremmende foran-staltninger. Garanterne blev samtidig frigjort fra deres garantier.

NATIONALBANKENS INVOLVERING I SKIBSSTØTTEORDNINGER¹ OG NATIONALBANKENS AKTIEBEHOLDNING

Danmarks Skibskreditfond, DSF, blev stiftet som en selvejende institution i juni 1961 af Nationalbanken, Danske Bankers Fællesrepræsentation, Danmarks Rederiforening, Foreningen af Jernskibs- og Maskinbyggerier i Danmark samt Assurandør-Societetet. DSF's formål var at yde lån mod pant i skibe. Det økonomiske grundlag bestod oprindeligt af en garanti-kapital på 40 mio. kr., hvoraf Nationalbanken indskød 10 mio. kr. Garan-tikapitalen blev siden udvidet som følge af stigende udlånsaktivitet.

DSF finansierede sine udlån ved at udstede obligationer. I efteråret 1963 blev der på regeringens foranledning introduceret nye obligatio-ner, hvor den pålydende rente lå under markedsrenten, men som pen-geinstitutterne kunne købe til pari. Til gengæld kunne pengeinstitutter-ne belåne obligationerne til samme lave rente i Nationalbanken, der

¹ Jf. side 51-53 og 302-306 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks National-bank, 1993; og Peter Jayaswal, *Nationalbankens omkostninger ved skibsstøtte*, Danmarks National-bank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2004.

således bar omkostningen. I efteråret 1965 ændredes ordningen, så Nationalbanken overtog DSF's obligationer på særlige vilkår, hvor overtagekursen (pari) typisk var højere end markedskursen. Herved led Nationalbanken et kurstab, og da Nationalbankens overskud efter henlæggelser tilfaldt staten, blev statens indtægter reduceret svarende til Nationalbankens omkostninger.

Som følge af, at ordreindgangen til danske skibsværfter fortsat var svag, blev der i 1986 gennemført en række supplerende støtteforanstaltninger (værftspakken). DSF fik herved mulighed for at udstede indeksobligationer til finansiering af indeksslån, hvor der var sat en overgrænse for låntagerens forpligtelse til at udrede indeksreguleringen. Indeksregulering herudover blev dækket af staten. Obligationerne var som andre indeksobligationer fritaget for realrenteafgift, og Nationalbanken overtog dem til pari. En stor del af skibsstøtten ændrede hermed karakter fra kurstab for Nationalbanken – og dermed indirekte omkostninger for staten via lavere overførsler af overskud – til manglende skatteindtægter og en ukendt omkostning for staten i lånenes løbetid til indeksreguleringen. DSF fik i 1986 endvidere mulighed for at yde lån i visse af Nationalbanken fastsatte valutaer på samme rente- og afdragsvilkår som lånene i kroner (termindsordningen).

I 1993 blev de hidtidige subsidier i skibsfinansieringen erstattet af en direkte statsstøtte, der svarede til det tilladte støtteomfang inden for EU. Oprindeligt gjaldt ordningen for kontrakter indgået i 1993 og 1994, men den ophørte først ved udgangen af 2000. For at give DSF mulighed for at yde lån i dollar, gav Nationalbanken tilsagn om at overtage DSF's kroneobligationer til markedskurs med henblik på at videresælge dem i markedet, samt at medvirke til DSF's udlån i dollar ved indgåelse af valutawaps. Dermed kunne DSF finansiere dollarlån med udstedelse af kroneobligationer uden valutakursrisiko. Tilsagnet var midlertidigt og gjaldt for kontrakter indgået i 1993 og 1994 med levering af skib senest tre år efter. Det bortfaldt som planlagt for kontrakter indgået efter 1994. Med den direkte statslige støtteordning ophørte indeksordningen, og de sidste udbetalinger af lån under indeksordningen fandt sted i 1995.

Fra midten af 1990'erne blev Nationalbanken ikke involveret i nye støtteordninger til skibsfinansiering. Det var dog stadig i en årrække muligt at indfri lån før tid under indeksordningen¹. De sidste engagementer med DSF (vedrørende swaps) udløber senest i 2012.

¹ Ved overtagelsen af indeksobligationerne forpligtede Nationalbanken sig til, at lånene kunne førtidsindfries til pari. I tilfælde af førtidige indfrielse skulle Nationalbanken tilbagelevere de underliggende obligationer. Hvis det ikke var muligt at levere obligationerne, kunne der oprettes en boggæld, hvor Nationalbanken indtrådte i debitors og statens samlede forpligtelser over for obligations-ejerne og dækkede de fremtidige ydelser på obligationen. Hvis det på et senere tidspunkt viste sig fordelagtigt at købe de underliggende obligationer på markedet, kunne den indgåede boggæld annulleres.

Det er vanskeligt at opgøre de eksakte omkostninger for Nationalbanken ved at deltage i skibsstøtteordningerne, da de ikke fremgik af bankens regnskab for alle årene. En præcis opgørelse kræver historiske oplysninger om kurser og mængder, som typisk ikke længere er til stede. Ud fra dels regnskabsoplysninger, dels oplysninger om historiske renter og udlånsomfang er det blevet skønnet, at Nationalbankens omkostninger ved at overtage skibskreditobligationerne til pari i perioden 1964-95 var i omegnen af 12,3 mia. kr. opgjort i løbende priser. Hertil kom omkostninger i forbindelse med de øvrige støtteordninger, som er vanskeligere at kvantificere.¹

DSF, Økonomi- og Erhvervsministeriet og Nationalbanken indgik 17. januar 2005 en aftale om at omdanne DSF til et aktieselskab. DSF havde frem til 1984 opnået en fortjeneste ved ekstraordinære indfrielse af lån med rentestøtte. Fortjenesten ville være tilfaldet staten, hvis staten selv havde forestået denne udlånsvirksomhed. Parterne blev derfor enige om, at Nationalbanken og staten i alt modtog 1.610 mio. kr. ved omdannelsen af DSF til et aktieselskab. Den nødvendige lovændring blev efterfølgende vedtaget af Folketinget, og Nationalbanken købte aktier i aktieselskabet for nominelt 63 mio. kr. med en kursværdi på 231 mio. kr.²

Nationalbankens aktiebeholdning afspejler ud over rollen som centralbank, at Nationalbanken historisk set har været involveret i oprettelsen af en række virksomheder. I årene 1998-2005 afhændede Nationalbanken sine aktier i FIH³, DLR Kredit⁴, Grønlandsbanken⁵ og Bella Center A/S. Endvidere blev værdien af Nationalbankens aktiepost i Det Danske Stålvalseværk nedskrevet til 0 kr. i 2002, da selskabet kom under konkursbehandling. Ved udgangen af 2005 havde Nationalbankens beholdning af aktier mv. en skønnet markedsværdi på 748 mio. kr. og bestod af kapitalindskud i ECB, aktier i BIS, SWIFT, PBS, SAS og Messecenter Her-

¹ Jf. Peter Jayaswal, Nationalbankens omkostninger ved skibsstøtte, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2004.

² Jf. side 97 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2004; og side 94 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2005.

³ Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk, FIH, blev oprettet i 1958 som et aktieselskab af Danmarks Nationalbank, Danske Bankers Fællesrepræsentation, Danmarks Sparekasseforening, Assurandør-Societetet og Industrirådet og havde til formål at styrke industrialiseringsprocessen ved at yde mellemlange lån til industri- og håndværksvirksomheder. jf. side 48-49 i Richard Mikkelsen, *Dansk pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank, 1993.

⁴ Dansk Landbrugs Realkreditfond, DLR, blev stiftet i 1960 af Danmarks nationalbank, Danske Bankers Fællesrepræsentation og Danmarks Sparekasseforening i samarbejde med De samvirkende danske Landboforeninger og De samvirkende danske husmandsforeninger. Formålet var at yde sekundære lån mod pant i ejendom, besætning og inventar, primært til modernisering af bygninger og andre investeringer i jord, bygninger, maskiner eller besætning samt formidling af generationsskifter, jf. side 313 i Erik Hoffmeyer og Erling Olsen, *Dansk pengehistorie 1914-1960*, Danmarks Nationalbank, 1968.

⁵ Grønlandsbanken blev stiftet i 1967 af Danmarks Nationalbank, De danske Provinsbankers Forening, Københavnske Bankers Forening, Privatbanken, Den danske Landmandsbank, Handelsbanken og Andelsbanken med henblik på oprettelse af en bank i Grønland, som bl.a. kunne varetage hvervet som autoriseret valutahandler, jf. side 58 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1967.

ning samt kapitalandele i Værdipapircentralen og Danmarks Skibskredit.¹

PERSONALE OG DRIFTSUDGIFTER

Det samlede antal fuldtidsansatte i Danmarks Nationalbank faldt fra omkring 700 i begyndelsen af 1980'erne til omkring 500 ved udgangen af 2009, jf. figur D.4.

Udviklingen i årene efter 1990 dækkede delvis over løbende rationaliseringer af opgaveudførelsen, men en række større bevægelser i enkelte år kunne ligeledes henføres til mere specifikke forhold²:

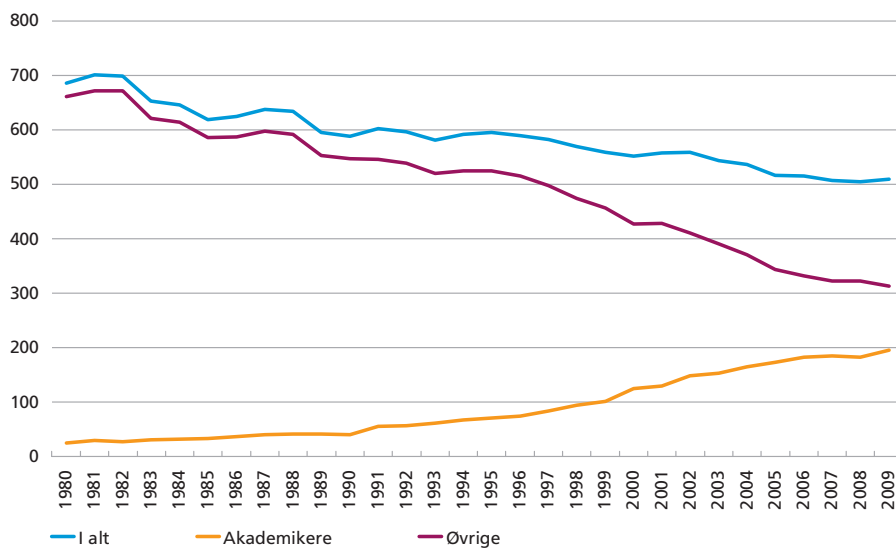
- Faldet i personaleantallet i 1990 på 7 personer afspejlede de fortsatte rationaliseringer i seddelbehandlingen efter oprettelsen af kontantdepoter i 1990, jf. supplement A. Hertil kom en forenkling af de indberetninger om betalinger til og fra udlandet, der skulle afgives til Nationalbanken som grundlag for at udarbejde valutastatistikken, jf. supplement C. Sidstnævnte skulle ses på baggrund af liberaliseringerne af kapitalbevægelserne i 1988.
- I 1991 steg personaleantallet med 14 personer, der især skulle ses i lyset af Nationalbankens overtagelse af arbejdsopgaver fra statsgældsafdelingen i Finansministeriet, jf. supplement B.
- Fra 1991 til 1993 faldt antallet af ansatte med 21 fuldtidsstillinger. Det skyldtes primært afslutningen i 1993 af den møntreform, der blev indledt i 1989.
- I 1994 steg personaleantallet med 11 personer, hvilket bl.a. afspejlede, at det var blevet mere arbejdskrævende at deltage i det internationale samarbejde efter iværksættelsen af 2. fase i Den Økonomiske og Monetære Union og Nationalbankens deraf følgende deltagelse i arbejdet i Det Europæiske Monetære Institut, jf. kapitel 8.
- Nedgangen i personaleantallet på 13 medarbejdere i 1998 kunne primært henføres til ændringerne i kontantforsyningen, som indebærer, at Nationalbanken over en kortere periode trak sig ud af omsætningen af recirkulerbare sedler og i et vist omfang af omsætningen af mønt, jf. supplement A.
- Reduktionen på 28 medarbejdere i 2004 og 2005 kunne primært henføres til, at arbejdsgangene i Nationalbankens seddeltrykkeri blev omlagt.

¹ Jf. side 99 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1999; side 111 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2002; og side 115-124 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2005.

² Jf. Jens Erik Larsen, *Udviklingen i Nationalbanken*, publiceret i Janne Albertsen, Lars Goldschmidt og Henrik Holt Larsen (red.), *Hvor svært kan det være? – dilemmaer i vidensledelse*, Nyt fra Samfundsvidenskaberne, 2005.

ANTAL ANSATTE I DANMARKS NATIONALBANK 1980-2009

Figur D.4



Anm.: Antal fuldtidsansatte ultimo året, inkl. Den Kgl. Mønt.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Den overordnede udvikling i personaleantallet fra slutningen af 1980'erne dækkede over en række forskydninger i resurseforbruget på forskellige områder. Den mest markante udvikling var en forskydning i personalesammensætningen i retning af flere akademikere. Det havde dels baggrund i bankens øgede deltagelse i det internationale centralbanksamarbejde, dels at udviklingen på de finansielle markeder skabte behov for en forøgelse af de mere analyseprægede kompetencer. Desuden krævede Nationalbankens indsamling og bearbejdning af finansiell statistik samt vedligeholdelse og udbygning af bankens IT-systemer flere medarbejdere med akademisk baggrund.¹ Hertil kom en generel forøgelse af arbejdsopgavernes kompleksitet. Udviklingen gennem perioden afspejlede overordnet set en transformation af Nationalbanken i retning af en videnorganisation.

MÅLSÆTNINGER OG GRUNDHOLDNINGER

I 1998 blev der formuleret en række målsætninger for Nationalbankens virksomhed og et sæt grundholdninger, som kunne udgøre organisatio-

¹ Nationalbanken besluttede i 2006 at undersøge mulighederne for at flytte produktionen af de it-drifts- og -udviklingsopgaver, som blev varetaget af bankens interne it-afdeling, til en ekstern leverandør. Som følge heraf blev der gennemført et begrænset EU-udbud. Nationalbanken måtte dog i 2007 opgave at få it-opgaverne outsourcet og i stedet øge rekrutteringen af medarbejdere til den interne it-drift, jf. side 95 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2006; og side 25 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2008.

nens leveregler i det daglige arbejde på linje med tendensen i mange andre virksomheder, jf. boks D.2. Såvel målsætninger som grundhold-

NATIONALBANKENS MÅLSÆTNINGER OG GRUNDHOLDNINGER

Boks D.2

Målsætninger (1998)

Nationalbankens overordnede målsætninger er som en uafhængig og troværdig institution:

- At sikre en stabil kroneværdi.
- At sikre en effektiv og betryggende produktion og distribution af sedler og mønter af høj kvalitet.
- At bidrage til effektivitet og stabilitet i betalings- og clearingsystemer samt på de finansielle markeder.
- At være bankforbindelse for staten.
- At udarbejde pålidelig og relevant finansiell statistik.
- At udvikle og tilkendegive troværdige holdninger til økonomiske og finansielle spørgsmål med relation til bankens målsætninger.
- At opretholde sin finansielle styrke gennem konsolidering og risikostyring.

Grundholdninger (1998)

- Nationalbanken skal samtidig med at værne om sine traditioner aktivt forny sig og tilpasse sig samfundets udvikling og omverdenens krav. Nationalbanken skal bevare sin troværdighed ved ud over at vise faglig og ledelsesmæssig dygtighed og god dømmekraft også at have en organisation, der lever op til de principper, Nationalbanken anser for væsentlige i samfundets udvikling: Effektivitet, omkostningsbevidsthed og tilpansningsberedskab. Med udgangspunkt i kerneopgaverne skal Nationalbanken foretage en løbende prioritering af sit arbejde.
 - Nationalbanken skal være en attraktiv arbejdsplads, der kan tiltrække, motivere og fastholde dygtige mennesker og give dem arbejdsvilkår, der sikrer balance mellem arbejds- og privatliv. Der lægges vægt på initiativ, engagement, forandringsvillighed samt viljen og evnen til at kunne samarbejde på tværs af faglige skel og med andre dele af organisationen. Alle skal være tilstrækkeligt uddannede til at kunne varetage deres opgaver. Det er et fælles ansvar, at alle uddannes og udvikles til at kunne varetage nye opgaver.
 - Nationalbankens arbejdsform skal være serviceorienteret såvel i linjefunktionernes eksterne relationer som i stabsfunktionernes relationer til resten af banken. Arbejdsformen skal udvikles i retning af mere team- og projektarbejde inden for den enkelte enhed og mellem kontorer og afdelinger. Lederne skal i dialog med medarbejderne prioritere arbejdsopgaverne, formulere mål og sikre den nødvendige ansvarsfordeling og kommunikation, så behovet for detailstyring begrænses. På den måde kan medarbejderne bedst selv formulere arbejdsmetoder, løse opgaverne og i videst muligt omfang selv træffe beslutninger.
 - Nationalbankens relationer til den finansielle sektor baseres på markedsmæssige løsninger, og omkostningerne for sektoren og for Nationalbanken må afvejes i forhold til ordningens eller kravets samfundsmæssige værdi. Grundholdningen bag udformningen af ordninger for og krav til kreditinstitutterne skal være ligelig behandling uanset størrelse, geografisk placering og nationalt tilhørsforhold.
-

FORTSAT	Boks D.2
<ul style="list-style-type: none"> • Nationalbanken skal over for myndigheder og aktører i det finansielle system samt i det internationale samarbejde søge at påvirke udviklingen og tilkendegive holdninger i overensstemmelse med Nationalbankens målsætninger. Over for offentligheden skal Nationalbanken gennem medierne og på anden vis sikre forståelse for de beslutninger, der vedrører egne opgaver. Når det drejer sig om finansielle forhold eller den almindelige økonomiske politik, skal Nationalbanken kommentere disse forhold, hvis de har væsentlig betydning for udøvelsen af penge- og valutapolitikken eller effektiviteten og stabiliteten på de finansielle markeder. <p>Målsætninger (2007)</p> <p>På baggrund af loven har Nationalbanken tre hovedformål:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Stabile priser: Nationalbanken bidrager til at sikre stabile priser, dvs. lav inflation. Det gøres ved at indrette pengepolitikken efter en fast kronekurs over for euroen. • Sikre betalinger: Nationalbanken medvirker til, at kontante og elektroniske betalinger afvikles sikkert. Det sker ved at udstede sedler og mønter samt sørge for, at pengeinstitutterne kan afvikle indbyrdes betalinger. • Stabilitet i det finansielle system: Nationalbanken bidrager til at sikre stabiliteten i det finansielle system. Det gøres ved at overvåge den finansielle stabilitet og betalingssystemer, producere finansiell statistik og forvalte statens gæld. 	

ninger blev formuleret af direktionen og tilpasset efter en høring af alle medarbejderne.¹

Målsætningerne blev komprimeret en anelse i 2007² efter en fornyet målsætningsdebat i organisationen, mens grundholdningerne fra 1998 forblev uændrede.

INFORMATIONSVIRKSOMHED

Udviklingen siden 1990 var præget af en betydelig forøgelse af den informationsmængde, som Nationalbanken offentliggjorde. Hovedparten af de analyser, som tidligere blev udarbejdet internt i banken, fandt nu i stigende grad vej til offentligheden i form af artikler i bankens kvartalsoversigt eller øvrige publikationsserier, jf. figur D.5.

Artikeldelen i Kvartaloversigten blev oprindeligt introduceret i 1986 for at imødekomme det ønske om øget information fra Nationalbanken, der blev fremsat i en redegørelse om dansk pengepolitik, som Det Økonomiske Råd udarbejdede i 1985 efter anmodning fra folketingets politisk-økonomiske udvalg.³

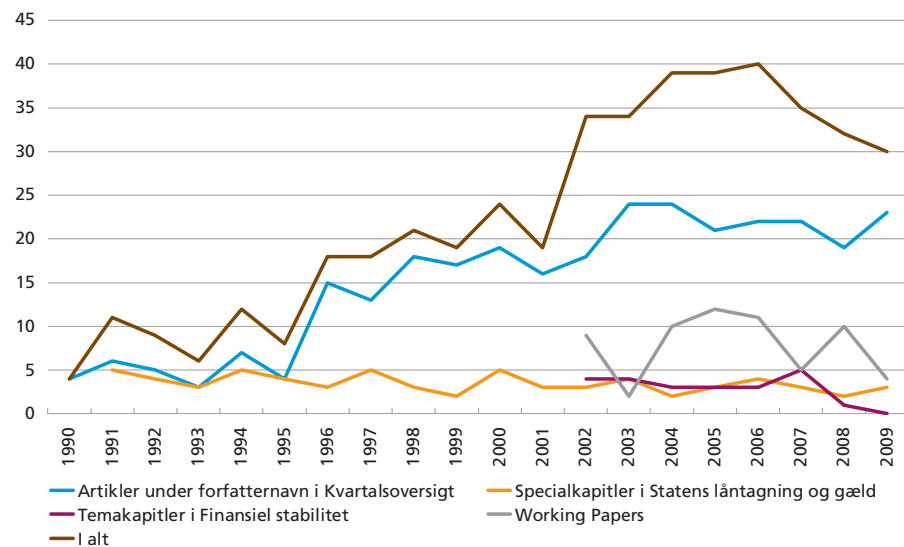
¹ Jf. side 98-99 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2000.

² Jf. Danmarks Nationalbank, *Nationalbankens opgaver*, Maj 2008.

³ Jf. Det Økonomiske Råd, formandskabet, *Dansk pengepolitik under forvandling – En strukturrapport udarbejdet efter anmodning fra folketingets politisk-økonomiske udvalg*, Akademisk Forlag, 1985; og side 5 i Danmarks Nationalbank, *Oversigt over informationsmateriale fra Nationalbanken*, 1986.

ANTAL EMNEORIENTEREDE ANALYSER I NATIONALBANKENS PUBLIKATIONSSERIER 1990-2009

Figur D.5



Anm.: Antal artikler under forfatternavn i Kvartalsoversigten er opgjort inkl. artikler med eksterne skribenter, men ekskl. taler og optryk af artikler publiceret andre steder.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

I 1991 overtog Nationalbanken en række opgaver fra statsgældsforvaltningen i Finansministeriet, herunder udarbejdelsen af den årlige publikation "Statens låntagning og gæld" med analyser af betydningen for låntagningen og obligationsmarkedet mere generelt, jf. supplement B.

Fra 2002 offentliggjorde Nationalbanken endvidere en ny regelmæssigt tilbagevendende publikation med titlen "Finansiell stabilitet", som indeholdt analyser af generelle risici for det finansielle system, jf. kapitel 6. Lignende analyser var i årene 2000 og 2001 blevet bragt i Kvartalsoversigten for 2. kvartal.

Nationalbanken begyndte ligeledes at offentliggøre en "Working Paper"-serie i 2002, som beskrev forsknings- og udviklingsarbejde af makroøkonomisk, bankfaglig eller finansiell karakter, ofte af en foreløbig karakter.

Ud over disse seriepublikationer offentliggjorde Nationalbanken med jævne mellemrum enkeltstående publikationer om forskellige emner inden for bankens virksomhedsområder, jf. boks D.3. Desuden blev mængden af offentliggjort finansiell statistik forøget.

I maj 1998 oprettede Nationalbanken en hjemmeside på internettet. Hjemmesiden gav et overblik over Nationalbankens arbejdsområder, og der var mulighed for elektronisk at hente pressemeddelelser, publikatio-

ØVRIGE PUBLIKATIONER FRA NATIONALBANKEN SIDEN 1990

Boks D.3

1993: I forbindelse med Nationalbankens 175-års jubilæum blev bind 4 og 5 af Dansk pengehistorie offentliggjort. Bøgerne var udarbejdet af henholdsvis Richard Mikkelsen og Erik Hoffmeyer.

1998: Nationalbanken udvidede offentliggørelsen af statistik med en ny publikationsserie "Nyt", som regelmæssigt beskrev de nye statistiske oplysninger fra bankens statistikpublikation. Endvidere blev bankens statistiske Månedsoversigt væsentligt udvidet.

1999: Nationalbanken offentliggjorde publikationen "Pengepolitik i Danmark", som gav en samlet fremstilling af den danske tilgang til pengepolitikken og sammenhængen mellem pengepolitik i teori og praksis. Bogen udkom i 2. udgave i 2003 og i 3. udgave 2009.

1999: Nationalbanken offentliggjorde en publikation om "Nationalbankens opgaver", som skulle give offentligheden bedre indsigt i Nationalbankens opgaver som centralbank samt forklare begreber som inflation, fastkurspolitik, renter og kurser. Publikationen kom i 2. udgave i 2008.

1999: Nationalbanken udgav publikationen "Marshall-hjælpen og samarbejdet i Europa og Den Europæiske Betalingsunion, EPU, 1950-1958" udarbejdet af Richard Mikkelsen.

1999: Nationalbanken offentliggjorde en publikation om "Danmarks penge", som gav en samlet fremstilling af arbejdsprocesserne ved produktion af sedler og mønter fra skitse til det færdige produkt. Publikationen kom i en revideret udgave i 2005.

2001: Nationalbanken påbegyndte en ny publikationsserie med notater om økonomi og finansielle markeder.

2003: Nationalbanken udgav publikationen "MONA – en kvartalsmodel af dansk økonomi", som beskrev den kvartalsvise økonomiske model, MONA, som anvendes til prognoser for dansk økonomi og andre samfundsøkonomiske beregninger. I 2007 påbegyndte Nationalbanken offentliggørelse af konjunkturprognoser i bankens Kvartalsoversigt.

2003: Nationalbanken udgav publikationen "Danmarks Nationalbank", der illustrerede Nationalbankens bygning og indretningen af den. Ved hjælp af billeder med tilhørende forklaringer indeholdt publikationen historien om Nationalbankens bygning og arkitekten bag, Arne Jacobsen.

2004: Nationalbanken udgav publikationen "Finansiell styring i Danmarks Nationalbank", som beskrev de principper og metoder, som Nationalbanken anvendte i forbindelse med forvaltningen af valutareserven og Nationalbankens øvrige porteføljer.

FORTSAT	Boks D.3
<p>2005: Nationalbanken udgav publikationen "Betalingsformidling i Danmark", som indeholdt generel beskrivelse af Nationalbankens rolle i betalingsformidling og den danske betalingsinfrastruktur.</p> <p>2005: Nationalbanken påbegyndte en ny publikationsserie med ph.d.-afhandlinger udarbejdet i forbindelse med ph.d.-stipendier i økonomi udbudt af Nationalbanken.</p> <p>2006: Nationalbanken udgav i samarbejde med centralbankerne i Finland, Island, Norge og Sverige publikationen "Nordic Banking Structures" omhandlende strukturerne på de nordiske bankmarkeder.</p> <p>2006: Nationalbanken udgav i samarbejde med Økonomi- og Erhvervsministeriet publikationen "Analyse vedrørende særligt dækkede obligationer" indeholdende analyser af konsekvenserne af et udkast til lovforslag om særligt dækkede obligationer (SDO'er).</p> <p>2006: I samarbejde med Økonomi- og Erhvervsministeriet udgav Nationalbanken publikationen "Aktiemarkedet og globaliseringen", som analyserede udviklingen i det danske aktiemarked sammenlignet med udviklingen i andre lande.</p> <p>2010: Nationalbanken udgav "Rapport om nationale betalingsoverførsler" indeholdende analyser fra en arbejdsgruppe af gennemførelsestiden for betalingsoverførsel i Danmark. Arbejdsgruppen blev nedsat efter anmodning fra økonomi- og erhvervsministeren og bestod af repræsentanter fra Forbrugerrådet, Dansk Erhverv, DI, Håndværksrådet, Finansministeriet, Økonomi- og Erhvervsministeriet, Økonomistyrelsen, IT- og Telestyrelsen, Finanstilsynet, Finansrådet, PBS¹ og Nationalbanken.</p> <p>2010: Nationalbanken udgav publikationen "Stresstest", som beskrev såvel Nationalbankens egne stresstest af de største danske bankers robusthed over for negative chok til den økonomiske udvikling som stresstestberegninger udført i samarbejde med de største danske banker baseret på beregninger med bankernes egne modeller.</p>	

¹ Omdøbt til "nets" i 2010 efter fusion mellem danske PBS Holding A/S og norske Nordito AS.

ner, talmateriale mv.¹ Optællinger viste, at det primært var professionelle brugere i den finansielle sektor, der benyttede sig af hjemmesiden. Men også andre brugere hentede informationer på Nationalbankens hjemmeside, især om sedler og mønter.² Fra cirka 5.500 besøgende i juli 1998 steg antallet i 1. halvår 1999 til omkring 20.000 besøg om måneden. En ny og mere tidssvarende version af hjemmesiden blev implementeret i 2003, og hjemmesiden blev suppleret med en database inde-

¹ Jf. side 85-86 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1998.

² Jf. Liselotte Perch Lind, Find flere informationer på Nationalbankens websted, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1999.

holdende tidsserier inden for finansiel statistik. I den første del af 2004 lå det månedlige besøgsantal på omkring 75-100.000, og i 1. kvartal 2009 var der i gennemsnit omkring 200.000 besøgende om måneden.

Nationalbanken oprettede 1. januar 1998 endvidere en informationssektion med henblik på at yde en bedre service over for dem, der henvendte sig til Nationalbanken med spørgsmål. I 1998 modtog sektionen ca. 7.000 henvendelser.¹

Som led i en målrettet formidling af bankens politik og opgaver oprettede Nationalbanken ligeledes et foredragskorps af yngre medarbejdere, som holdt foredrag for hovedsageligt samfundsfaglige gymnasie- og handelsskoleelever med et vist kendskab til økonomi. Antallet af foredrag steg støt over tid til 112 i 2006 med i alt ca. 4.000 personer deltagere.²

¹ Jf. side 92 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1998.

² Jf. side 96 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2006.