

# Danske finansielle kriser og finansiell ustabilitet efter 1945

Af

Jesper Berg\* og Finn Østrup\*\*

Keywords: Financial crises, Danish economic and financial history

JEL codes: G01, G21, G22, G23, N13, N14, N23, N24

## Resumé

Since the end of World War II, Denmark has experienced two large-scale financial crises with the collapse of many financial institutions and big losses. The first large crisis started in the end-1980's and lasted to around 1993. The second big financial crisis hit Denmark in 2008 and lasted to around 2014. During both crises, a large part of losses was related to real estate. Prior to both crises were periods with strong growth in domestic demand, a big increase in prices on real estate, a surge in borrowing and widespread optimism. During both crises, borrowers experienced problems regarding raising finance. This was particularly the case during the most recent crisis, when Denmark was a victim to the freeze in liquidity that occurred in global financial markets because of the difficulties experienced in the American housing market. Compared to the other Nordic countries, Denmark did better during the first crisis and poorer during the second crisis. Besides the two large financial crises, a narrower crisis was experienced by Danish pension institutions after 2000 when they were hit by the downturn in the stock markets and the decline in interest rates. The more illiquid liabilities of pension institutions than banks made it easier to handle problems in this sector than in banks. In addition to a description of the crises, the article draws conclusions based on the Danish experience about the origins, consequences and handling of financial crises.

\* Nonresident fellow Bruegel og senior advisor Rud Pedersen, tidligere Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet, email: jesperberg.dn@live.com.

\*\* Tidligere Copenhagen Business School (CBS), email: finnostrup@gmail.com.

## 1. Indledning

I nyere tid har Danmark gennemlevet to store finansielle kriser, nemlig dels en krise i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne og dels den seneste finanskrise, som ramte Danmark i 2008. Begge de to nyere finanskriser har været kendetegnet ved massive tab på udlån og sammenbrud i finansielle virksomheder. I begyndelsen af 00'erne er der en mere snæver krise i den danske pensionssektor, hvor selskaber efter fald i aktiekurser og renter har vanskeligheder med at opfylde deres forpligtelser. Der er betydelig finansiell uro i de første år af 1980'erne, hvor der også er krise i landbruget.

I artiklen dykker vi dybere ned i de nyere danske finanskriser og episoder med finansiell ustabilitet. Tidshorizonten er perioden siden afslutningen af 2. verdenskrig, dvs. 1945. Det vil blive beskrevet i artiklen, hvordan der er betydelige ligheder mellem efterkrigstidens danske kriser, ligesom der også er ligheder i forhold til tidligere danske finanskriser. Det vil blive argumenteret, at kriserne skyldes en kort forventningsdannelse, dvs. at økonomiske aktører i forventningsdannelsen tillægger det en uforholdsmæssig stor sandsynlighed, at en aktuel økonomisk situation vil fortsætte. En række institutionelle forhold har været afgørende for krisernes omfang.

Under begge de to store nyere finanskriser har virksomheder og husholdninger haft problemer med at rejse likviditet. Under den seneste finanskrise opstår likviditetsproblemerne i første række som en konsekvens af en international krise med udspring i den amerikanske finanssektor. Den seneste finanskrise fra 2008 kan således ses som resultatet både af en international krise, hvor aktører har problemer med at rejse likviditet, samt af indenlandsk skabte problemer i forbindelse med en stor gældsætning.

Der har kun været lidt opmærksomhed om finanskrisen i slutningen af 1980'erne og 1990'erne. Krisen har været beskrevet i en bog af den tidligere chef for Finanstilsynet Eigil Mølgaard (Mølgaard, 2003) samt i to rapporter fra Økonomiministeriet (Økonomiministeriet, 1994, 1995). I bidragene lægges der vægt på ledelsesfejl og et negativt makroøkonomisk forløb som årsager til krisen.

Derimod findes en omfattende litteratur om finanskrisen fra 2008. I denne litteratur fremhæves en række forskellige årsager til krisen. I flere bidrag ses krisen udelukkende eller overvejende som et resultat af den internationale krise, der udviklede sig fra sommeren 2007 med kerne i det amerikanske boligmarked. Andre kilder lægger vægt på mangelfuld ledelse i danske finansielle virksomheder. I flere bidrag fremhæves institutionelle fejl, herunder let adgang til finansiering i forbindelse med boligkøb. Den officielle rapport om finanskrisen, den såkaldte Rangvid-rapport, fremhæver en vifte af årsager til krisen, jf. Udvalget om finanskrisens årsager (2013). En beskrivelse af de forskellige forklaringer og en kritisk stillingtagen findes i Østrup (2021).

I to bidrag – nemlig Østrup (2008) samt Abildgren og Thomsen (2011) – har der været peget på ligheder i forløbene, der fører op til de to store nyere finanskriser, blandt andet prisstigninger på fast ejendom og en stærk vækst i gældsætning.

I lighed med vores artikel om tidlige danske finanskriser (Østrup og Berg, 2025) vil vi definere en finanskrise som en situation, hvor staten og/eller en betydelig del af private økonomiske aktører enten ikke kan leve op til gældende forpligtelser og/eller forventninger, eller hvor de kun kan leve op til forpligtelser og/eller forventninger i kraft af særlige offentlige tiltag. Andre definitioner af finansiel stabilitet er mere centreret om, hvorvidt det finansielle system kan levere på de ydelser, som leveres til samfundet. Vores fokus reflekterer, at vi i vores tidsperspektiv går tilbage til før, der var et særligt finansielt system. For en nærmere begrundelse af den valgte definition henvises til Østrup og Berg (2025). I praksis vil der være et betydeligt overlap mellem de to perspektiver.

I lighed med vores artikel om de tidlige danske finanskriser skelner vi mellem forskellige former for kriser. Gældskriser er kendetegnet ved, at økonomiske aktører ikke kan leve op til forpligtelser i forbindelse med betalinger på gæld (rente- og afdragsbetalinger). Penge- og realkreditinstitutters manglende overholdelse af kapitalkrav ser vi som udslag af en gældskrise, idet kapitalkrav er fastsat for at sikre finansielle virksomheders overholdelse af gældsforpligtelser. En anden form for kriser er likviditetskriser. Det er et kendetegn for likviditetskriser, at økonomiske aktører uventet foretager et fravalg af placeringer i bestemte aktiver, for eksempel indskud i pengeinstitutter. Endelig taler vi om forsikringskriser, hvis forsikringsselskaber eller pensionsinstitutter ikke kan leve op til gældende forpligtelser og/eller forventninger.

For en mere detaljeret gennemgang af de seneste danske finanskriser henvises til forfatternes bøger »Danske finanskriser fra 1311 til 2000« (bind III), »Danske finansielle kriser siden 2000« samt »Finansernes fald«, se Østrup (2021, 2023) samt Berg og Bech (2009). Nærværende artikel bygger på de tre bøger. Den ene forfatters personlige erfaringer er gengivet i Haggerty og Gupta (2022).

## 2. Stabilitetsperioden efter 1945

Perioden fra midten af 1930'erne og frem til 1980 er usædvanlig stabil set fra et finansielt synspunkt. Det gælder, både når der ses på tiden før og efter. Stabiliteten gør sig gældende ikke kun i Danmark, men i det meste af den vestlige verden.

Udlån fra danske finansielle institutter (banker, sparekasser, kredit- og hypotekforeninger samt fra 1958 reallånefonde) ligger i årene efter 1945 på et nogenlunde stabilt niveau svarende til omkring 70 procent af bruttofaktoriindkomsten. Fra slutningen af 1950'erne begynder en gradvis stigning, men udlån fra finansielle institutter ligger i 1960'erne og 1970'erne fortsat betydeligt under niveauet

ved begyndelsen af 1930'erne. I 1980 er udlån fra finansielle institutter vokset til 134 procent af bruttofaktorindkomsten. Udviklingen er vist i figur 1.

Flere faktorer bidrager til stabiliteten i udlån opgjort i forhold til samfundets indkomst. Det er et udbredt synspunkt, at bankledelser efter 1920'ernes og 1930'ernes finansielle turbulens bliver mere forsigtige. Hertil kommer, at høj og uventet inflation gennem 1960'erne og 1970'erne medfører en nedgang i realværdien af lån. Med virkning fra 1970 iværksættes der en reform af realkredit, som indebærer en begrænsning af institutternes udlånsmuligheder. I forskellige perioder er der også restriktioner på bankers og sparekassers långivning, blandt andet udlånsloftet fra 1970 til 1980. Herudover indføres der i perioder særlige begrænsninger for realkredit, blandt andet en rationering af obligationsudstedelsen.

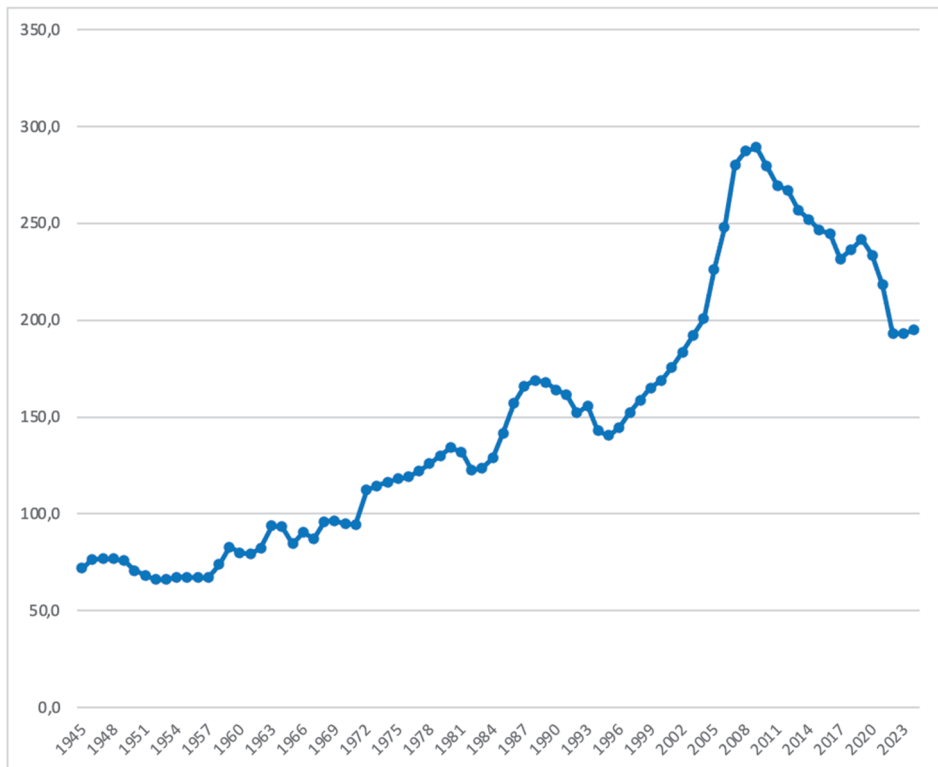
Det er hensigten med tidens forskellige finansielle restriktioner at holde privat forbrug og investeringer nede for herved at reducere underskuddet på betalingsbalancens løbende poster. Baggrunden for tidens økonomiske prioritering er vedvarende underskud på betalingsbalancens løbende poster i årene efter 1963, hvilket medfører en kraftigt voksende udlandsgæld. At forbedre betalingsbalancen ses herved gennem 1960'erne og 1970'erne som det altoverskyggende mål for den økonomiske politik. Det var med tanke på betalingsbalancen, at finansminister Knud Heinesen i oktober 1979 mente, at landet nærmede sig afgrunden, og at danskerne kunne se den.<sup>1</sup> Der er dog få indikationer for, at Danmark rent faktisk havde problemer med at rejse udenlandsk finansiering. Det gælder både i slutningen af 1970'erne og senere i 1980'erne.

Skrækscenariet for de danske beslutningstagere i slutningen af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne var en gentagelse af forløbene i Italien og Storbritannien, der ved midten af 1970'erne måtte optage lån i Den Internationale Valutafond (IMF). De to lande blev ramt af en massiv kapitaludstrømning, hvilket medførte store valutakursfald. Låntagningen i IMF indebar, at Italien og Storbritannien måtte underkaste sig betingelser for den økonomiske politik, herunder en begrænsning af offentlige budgetunderskud og en nedskæring af offentlige udgifter.

1. Interview i TV-avisen den 28. oktober 1979.

Figur 1.

Udlån fra finansielle institutter som procent af bruttofaktorindkomst 1945-2024



Anm.: Figuren viser udlån fra finansielle institutter opgjort i forhold til bruttofaktorindkomsten. Finansielle institutter omfatter pengeinstitutter (banker, sparekasser og andelskasser) samt realkreditinstitutter (indtil 1970 kreditforeninger, hypotekforeninger og reallånefonde). Bruttofaktorindkomsten er opgjort som tal fra Danmarks Statistik tilbageført med tal fra Svend Aage Hansen (1973).

Kilde: Data fra Danmarks Statistik (1969) opdateret med senere opgørelser fra Finanstilsynet samt data fra Svend Aage Hansen (1973).

Efter den tyske besættelse er den danske statsgæld i 1945 vokset til et niveau svarende til 68 procent af bruttofaktorindkomsten, jf. figur 2. I de følgende år reduceres gælden, blandt på grund af høj inflation gennem 1960'erne. Ved 1970'ernes begyndelse er statsgælden forsvundet.

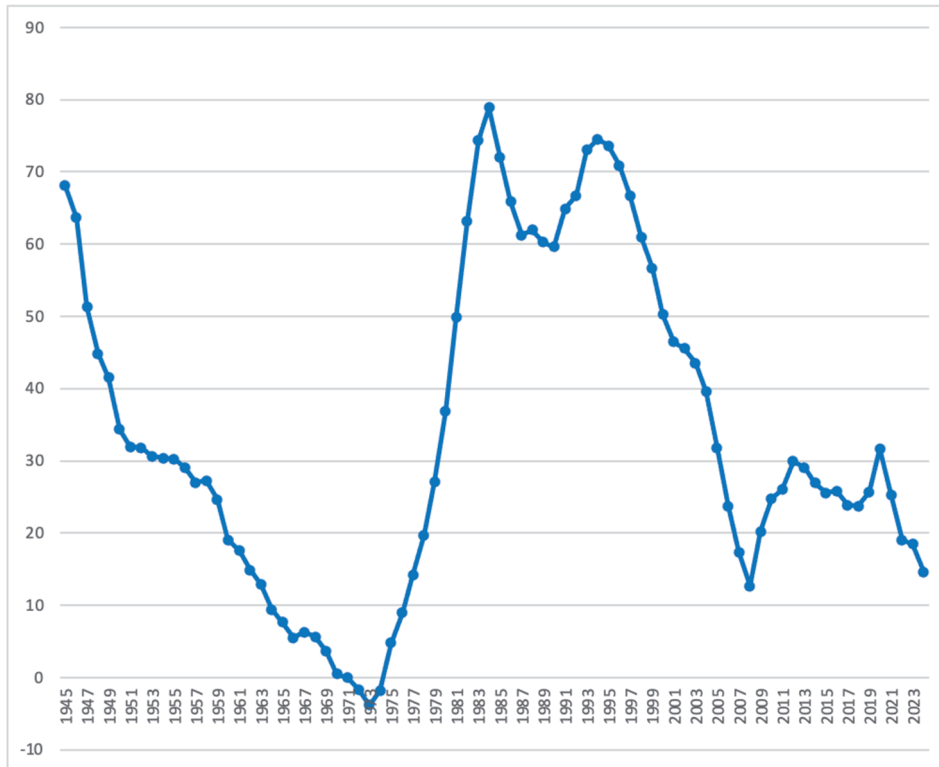
Efter olieprisstigningerne i 1973-74 sker der et brat omslag i den danske økonomiske situation. Ledigheden stiger kraftigt. De offentlige udgifter øges som en konsekvens dels af lavkonjunktoren og dels for at skabe større beskæftigelse. Der er ikke en tilsvarende forøgelse af de offentlige indtægter. Konsekvensen er en voldsom stigning i statsgælden efter 1973, jf. figur 2. Situationen forværres yderligere i de første år af 1980'erne, hvor konjunkturerne forringes, jf. nedenfor. I

1984 er statsgælden vokset til et niveau, som svarer til 80 procent af bruttofaktorindkomsten.

I perioden fra 1945 til 1980 er der kun tre tilfælde af sammenbrud i større danske pengeinstitutter.<sup>2</sup> Det største – og mest omtalte – sammenbrud finder sted i den færøske bank Sjóvinnubankin. Banken kommer i problemer, efter at Færøerne i årene under og umiddelbart efter 2. verdenskrig oplever en markant højkonjunktur som følge af en stor indtjening fra fiskeri. I forbindelse med højkonjunktoren iværksættes der omfattende investeringer, blandt andet gennemføres en stor udbygning af trawlerflåden. Erhvervsprojekterne finansieres gennem lån særlig fra Færøernes næststørste bank, Sjóvinnubankin. Da de færøske investeringsprojekter efter højkonjunkturens afslutning for en stor del slår fejl, får banken betydelige tab. Den må rekonstrueres med tilførsel af kapital i to omgange i 1951-52. Kapitalen kommer fra private investorer på Færøerne samt fra landsstyret, der igen låner fra den danske stat. Sammenbruddet medfører politiske komplikationer i forholdet til Danmark, idet Sjóvinnubankin har stået under ledelse af personer med tilknytning til det færøske selvstændighedsparti Fólkaflokkurin (Folkeflokken).

2. Betegnelsen pengeinstitutter dækker over banker, sparekasser og andelskasser.

Figur 2.  
Statsgæld som procent af bruttofaktorindkomst 1945-2024



Anm.: Figuren viser statsgæld opgjort i forhold til bruttofaktorindkomsten. Statsgæld er opgjort som summen af indenlandsk og udenlandsk gæld, bunden opsparing, sparebeviser og sikkerhedsstillelse for swaps fratrukket statens nettotilgodehavende i Nationalbanken og fratrukket statslige fondes beholdninger af statspapirer. Danmarks mellemværende i Den Internationale Valutafond er ikke medregnet i den udenlandske gæld. Bruttofaktorindkomsten er opgjort som tal fra Danmarks Statistik tilbageført med tal fra Svend Aage Hansen (1973).

Kilde: Data fra Danmarks Statistik (1969) opdateret med senere opgørelser fra Danmarks Statistik samt Svend Aage Hansen (1973).

### 3. Finansielle problemer i begyndelsen af 1980'erne

Danmark rammes i de første år af 1980'erne af en dyb lavkonjunktur. Den indenlandske efterspørgsel (opgjort som summen af privat og offentligt forbrug samt faste bruttoinvesteringer) falder med 6,0 procent fra 4. kvartal 1979 til 4. kvartal 1981.<sup>3</sup> Der er store prisfald på boliger opgjort i forhold til den almindelige prisstigning i samfundet. Der er udbredt pessimisme om den økonomiske situation. Både stigningen i udlandsgæld og i statsgæld volder bekymring, jf. ovenfor.

Tab i finansielle institutter, der hidtil havde været ubetydelige, springer fra omkring 1980 op til et nyt markant højere niveau, jf. figur 3. Udover tabene i de finansielle institutter er der i begyndelsen af 1980'erne også store tab for privatpersoner, som har placeret i pantebreve med sikkerhed i ejerboliger, hvor låntagere ikke kan betale renter og afdrag.

Landbruget oplever i begyndelsen af 1980'erne en krise med en stor stigning i antallet af tvangsauktioner og et prisfald på landbrugsejendomme. Krisen kommer, efter at landbruget gennem 1970'erne har foretaget store investeringer, blandt andet et omfattende byggeri af svinestalde. Investeringsboomet sker i forventning om, at et dansk medlemskab af De Europæiske Fællesskaber (senere EU) vil medføre en stor indkomstfremgang for erhvervet. Forventningen viser sig efterfølgende ikke at holde stik.

For at imødegå landbrugets problemer intervenserer regeringen med flere tiltag, blandt andet indføres der i 1982 som en midlertidig foranstaltning negativ indkomstskat, og i 1980 og 1983 vedtages der ordninger, som giver landmænd mulighed for at omlægge højtforrentede lån til lån med lavere rente.

I årene 1981-84 er der krise i 8 større pengeinstitutter. Pengeinstitutterne repræsenterer henholdsvis 6,1 og 5,3 procent af sektorens samlede indskud og udlån opgjort ved udgangen af 1979. Der er forskellige årsager til pengeinstitutternes problemer, blandt andet tab på pantebreve og landbrug.

Det mest omfattende sammenbrud finder sted i Kronebanken. Banken har tab særlig på entreprenørfirmaet Flexplan. Flexplan har udover opførelse af parcelhuse i Danmark også engageret sig i et stort hospitalsbyggeri i Nigeria. Efter pres fra regeringen giver Nationalbanken og de tre største forretningsbanker (Den Danske Bank, Handelsbanken og Privatbanken) i december 1984 tilsagn om indenfor en beløbsramme på 500 mio. kroner at dække tab i Kronebanken, der ikke kan dækkes gennem bankens egenkapital og ansvarlige lånekapital. På trods af garantien kommer det i januar 1985 til store udtræk fra Kronebanken. National-

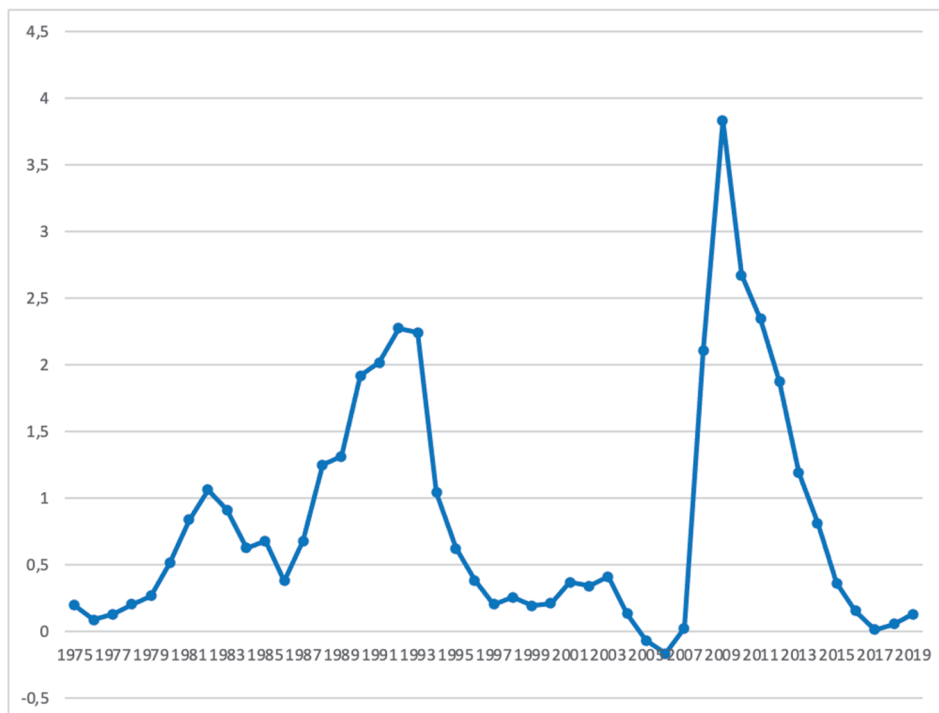
3. I artiklen bruges betegnelsen »indenlandsk efterspørgsel« om summen af privat og offentligt forbrug med tillæg af faste bruttoinvesteringer. Lagerinvesteringer er således ikke medtaget. Vores anvendelse af definitionen svarer til betegnelsen »endelig indenlandsk efterspørgsel« (final domestic demand) i den officielle nationalregnskabsstatistik. Vi bruger den forkortede betegnelse for at simplificere.

banken giver derefter tilsagn om ubegrænset likviditetstilførsel, dvs. der spændes et sikkerhedsnet ud under indskydere og andre kreditorer.

Kronebanken kan ses som et tidligt eksempel på en ny, mere aggressiv og risikobetonet ledelseskultur inden for finansiell virksomhed. Kulturen vinder udbredelse gennem 1980'erne og medvirker til at forstærke finanskrisen, der sætter ind fra slutningen af 1980'erne, jf. nedenfor.

Figur 3.

*Tab på udlån fra finansiell sektor som procent af bruttonationalprodukt 1975-2019*



Anm.: Figuren viser udviklingen i tab på udlån fra finansielle institutter angivet som procent af bruttonationalproduktet. For 1975-1999 er tab opgjort som summen af afskrivninger og hensættelser på debitorer i penge- og realkreditinstitutter. For 2000-19 er tab på udlån og garantidebitorer i den finansielle sektor opgjort som summen af: (i) nedskrivninger på udlån og garantidebitorer i penge- og realkreditinstitutter, (ii) tab i form af egenkapital og efterstillet kapital i kriseramte institutter, udgifter til medgift fra staten og Indskydergarantifonden ved videresalg af pengeinstitutter samt tab i Finansiell Stabilitet ved videresalg af pengeinstitutter, samt (iii) nedskrivninger på udlån og garantidebitorer i selskaber i koncerner, hvori indgår penge- og/eller realkreditinstitutter.

Kilde: Data fra Bank- og Sparekassetilsynet, senere Finanstilsynet, Finansiell Stabilitet, samt fra Danmarks Statistik.

## 4. Finanskrisen i 1980'erne og 1990'erne

### 4.1. Ekspansionen forud for finanskrisen

Danmark rammes af en omfattende finanskrisen ved slutningen af 1980'erne. I årene op til krisen – dvs. perioden fra omkring midten af 1982 til slutningen af 1986 – er dansk økonomi præget af fire markante tendenser: (i) der er en stærk stigning i indenlandsk efterspørgsel, (ii) der er store prisstigninger på fast ejendom, (iii) gælden i den private ikke-finansielle sektor (husholdninger og ikke-finansielle selskaber) øges markant, samt (iv) der er en stemning af optimisme.

Udviklingen i den indenlandske efterspørgsel er vist i figur 4. Det fremgår, at efterspørgslen øges med 21,8 procent i 5 års-perioden fra 1981 til 1986. Medvirkende til efterspørgselsstigningen er blandt andet en lav opsparingskvote hos husholdningerne samt et stort opsving i bolig- og erhvervsbyggeri.

Priserne på ejerboliger når et lavpunkt ved begyndelsen af 1982. Der følger herefter en stærk opgang, som varer ved til 1986. Korrigeret for den almindelige prisudvikling øges priserne på enfamiliehuse med 46 procent fra 1982 til 1986. Forløbet er vist i figur 5. Der er også en stor opgang i priser på erhvervsejendomme.

Gælden i den private ikke-finansielle sektor (husholdninger og ikke-finansielle selskaber) øges fra 191 procent af sektorens disponible indkomst i 1982 til 240 procent i 1986 og derefter yderligere til 272 procent i 1987, jf. figur 6. På få år sker der altså en meget stor stigning i gældsætningen.

Målinger af forbrugertilliden viser et markant spring opad ved begyndelsen af 1983. Blandt privatinvestorer er der stor afsætning for spekulationsprægede projekter, blandt andet igangsættes der mange hotelprojekter og projekter med kontorbyggeri.

De økonomiske og finansielle tendenser i perioden fra 1982 til 1986 synes at være selvforstærkende. For eksempel er det sandsynligt, at stigningen i boligpriser virker positivt ind på privat forbrug og boligbyggeri samt også på forbrugertilliden. Forøgelsen af den økonomiske aktivitet og den styrkede tillid har formentlig en positiv effekt på gældsætningen.

Prisopgangen på ejerboliger sætter ind, efter at der med virkning fra maj 1982 er gennemført en omfattende reform af boligfinansieringen. Ved reformen gives der adgang til at finansiere køb af ejerboliger med realkreditlån op til 80 procent af boligens værdi mod tidligere 40 procent. Reformen medfører et stort fald i køberes finansieringsomkostninger. Før reformen blev ejerskifter i stort omfang finansieret gennem pantebreve, som ofte blev stående i boligen efter salg til en ny ejer.

Det bidrager til højkonjunktoren og gældsætningen op til finanskrisen, at finansielle virksomheder forfølger ekspansive strategier. Det er filosofien, at finansielle virksomheder bør være service-orienterede, og der er yderligere en tro på stordriftsfordele og synergieffekter, hvilket tilskynder til ekspansion. Flere jyske pengeinstitutter opretter filialer i København, og der etableres en række nye ban-

ker. De nyoprettede banker og filialer er ivrige efter at ekspandere og indleder en hård konkurrence om at give lån. I det hurtigst voksende, i forvejen etablerede pengeinstitut – EPA Bank – stiger udlån 5,2 gange i forhold til bruttonationalproduktet over 5 års-perioden 1982-87. De store forsikringskoncerner indleder en proces med ekspansion til andre brancher, blandt andet ved at gå ind i bankvirksomhed.

Et stort rentefald sætter ind fra efteråret 1982. Rentefaldet skyldes dels tillid til Schlüter-regeringens erklærede politik om at holde en fast kronekurs indenfor det europæiske valutasamarbejde og dels at der både internationalt og i dansk økonomi i de første år af 1980'erne sker et stort fald i inflationen.

Figur 7 viser udviklingen i den lange realrente, hvor forventet inflation er opgjort som prisstigningen i det foregående og det kommende år. Det fremgår, at realrenten i de første år af 1980'erne ligger på et meget højt niveau. Som en konsekvens af fastkurspolitikken sker der i efteråret 1982 og foråret 1983 et fald i realrenten. Det fremgår imidlertid samtidig, at realrenten i den resterende del af 1980'erne og i den første halvdel af 1990'erne fortsat ligger på et historisk højt niveau. Den høje realrente burde trække i retning af mindre låntagning. Flere samtidige kommentarer går på, at de økonomiske aktører ved midten af 1980'erne ikke fuldt ud har indregnet den lavere inflation i deres forventningsdannelse, og at realrenten på denne baggrund opfattes som lavere, end den faktisk er. I det omfang, det er tilfældet, bidrager det nominelle rentefald fra 1982 til højkonjunkturen og gældsforøgelsen forud for finanskrisen.<sup>4</sup>

Opsvinget i den indenlandske efterspørgsel fra 1982 medfører en stigning i underskuddet på betalingsbalancens løbende poster og derved en yderligere forøgelse af udlandsgælden. På denne baggrund er regeringen og Nationalbanken bekymrede. Nationalbanken iværksætter forskellige tiltag, som skal bremse stigningen i udlån, blandt andet et forbud mod markedsføring af forbrugerkredit.

I juni 1985 indgås der en politisk aftale om en skattereform, som træder i kraft fra 1987. Et formål med reformen er at bremse husholdningernes låntagning. For personer med den højeste marginalsat reduceres værdien af rentefradraget fra ca. 73 procent til ca. 50 procent, hvilket indebærer en stor forøgelse af disse bolig-ejeres finansieringsomkostninger.

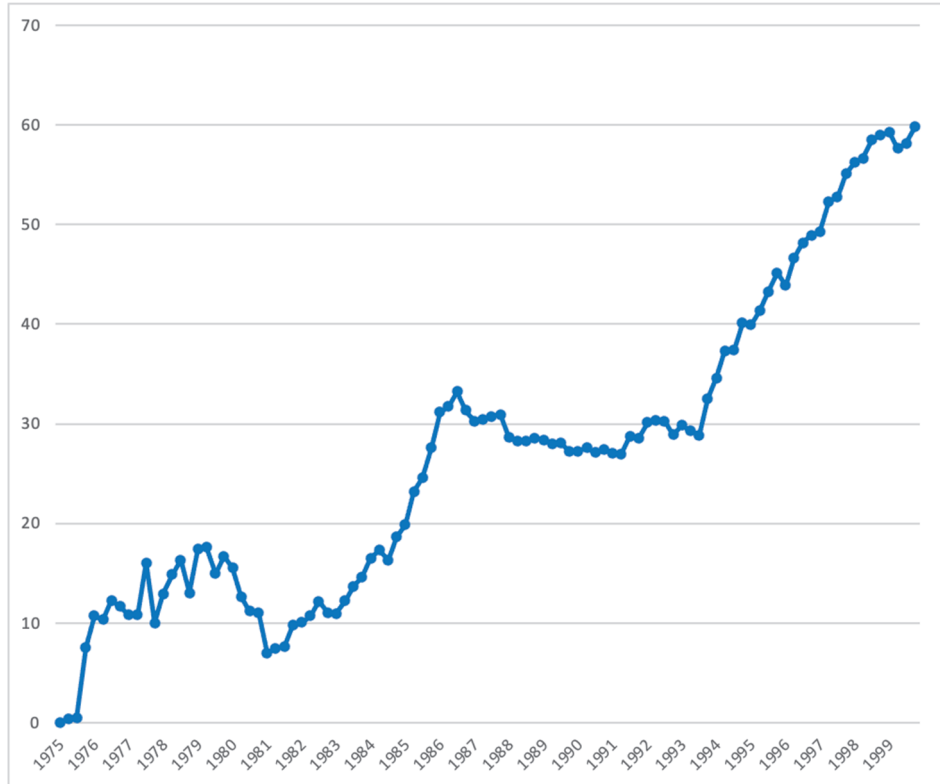
Ligeledes med det formål at bremse låntagningen iværksætter Schlüter-regeringen i oktober 1986 den såkaldte »kartoffelkur«. Kartoffelkuren indebærer blandt andet, at det hidtidige system med annuitetslån ved finansiering af ejerboliger erstattes af et nyt system med mixlån, dvs. lån der består af 60 procent annuitetslån og 40 procent serielån. Indførelsen af mixlån medfører en stor stigning i

4. Flere fremstillinger – for eksempel Abildgren og Thomsen (2011) – ser rentefaldet som en årsag til gældsforøgelsen i 1980'erne. På baggrund af udviklingen i realrenten synes årsags-sammenhængen at være mere kompliceret.

afdragsbetalingerne og derved i boligejeres finansieringsbyrde i begyndelsen af et låns løbetid.

Fra 1984 lykkes det at reducere statsgælden. Det sker dels ved at bringe den offentlige udgiftsstigning til ophør og dels ved at øge skatter og afgifter i forhold til samfundets indkomst. Blandt andet lægges der skat på pensionsafkast. Rente-faldet efter 1982 bidrager yderligere til at forbedre statsfinanserne.

Figur 4.  
*Indenlandsk efterspørgsel 1975-1999*

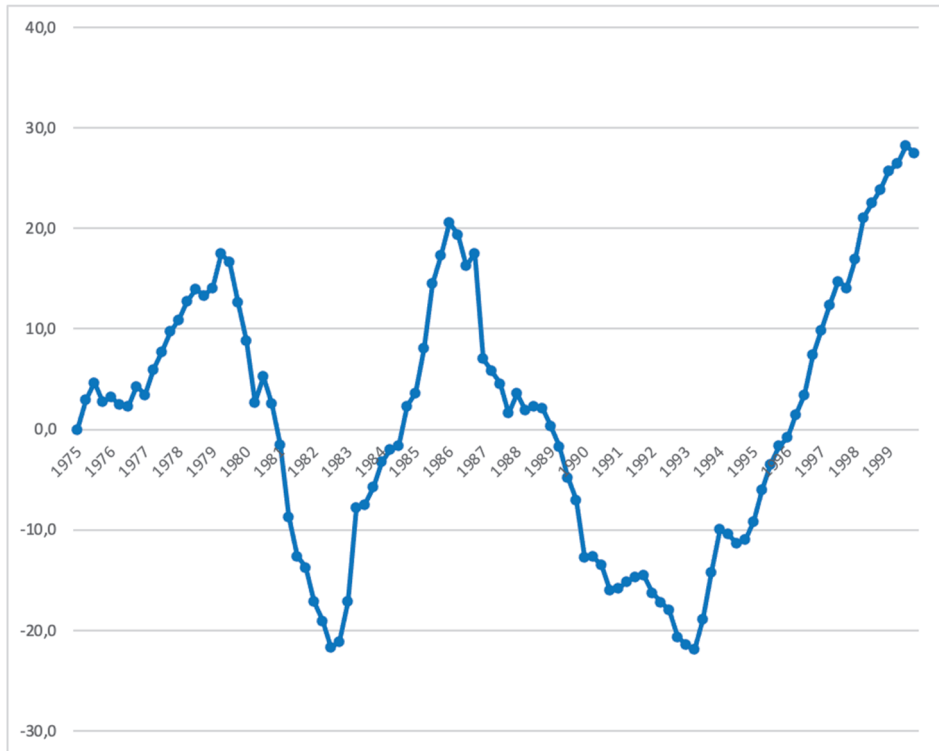


Anm.: Figuren viser procentændringen i den danske indenlandske efterspørgsel (dvs. privat og offentligt forbrug md tillæg af faste bruttoinvesteringer) fra 1. kvartal 1975 til 4. kvartal 1999. Den indenlandske efterspørgsel er opgjort sæsonkorrigeret og i faste priser. For hvert kvartal er angivet, med hvilken procent den indenlandske efterspørgsel i det pågældende kvartal er steget i forhold til 1. kvartal 1975.

Kilde: Data fra OECD.

Figur 5.

*Pris på enfamiliehuse i forhold til almindeligt prisniveau 1975-1999*

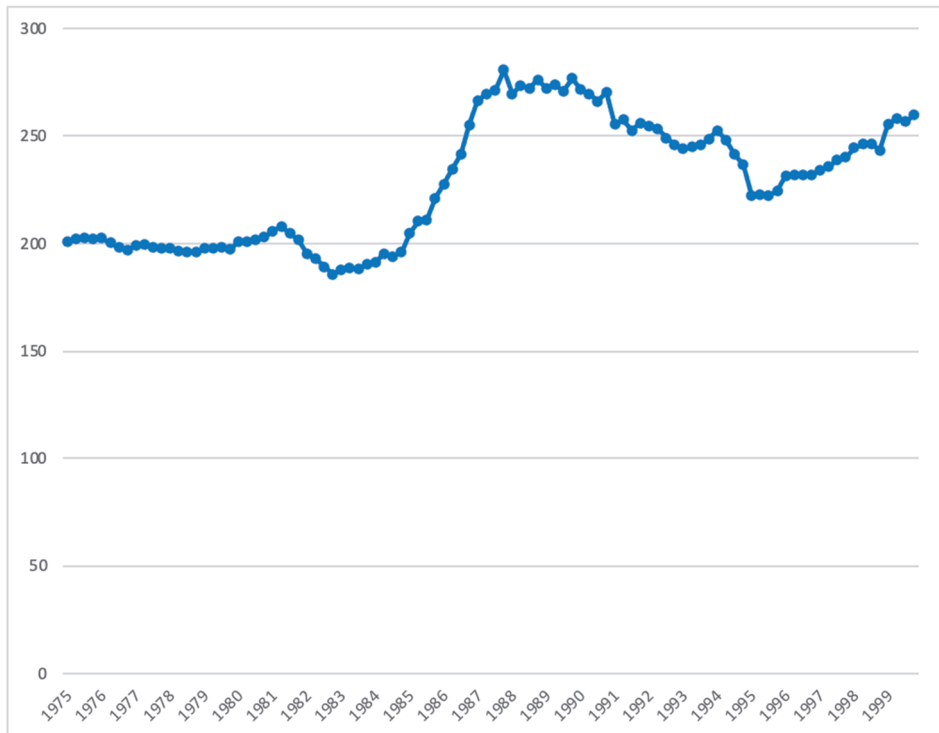


Anm.: Figuren viser udviklingen i prisen på enfamiliehuse opgjort i forhold til den almindelige prisstigning i samfundet (opgjort ved deflatoren for bruttonationalproduktet) fra 1. kvartal 1975 til 4. kvartal 1999. For hvert kvartal er angivet, med hvilken procent prisen på enfamiliehuse opgjort i forhold til den almindelige prisstigning i samfundet er steget i forhold til 1. kvartal 1975.

Kilde: Data fra OECD.

Figur 6.

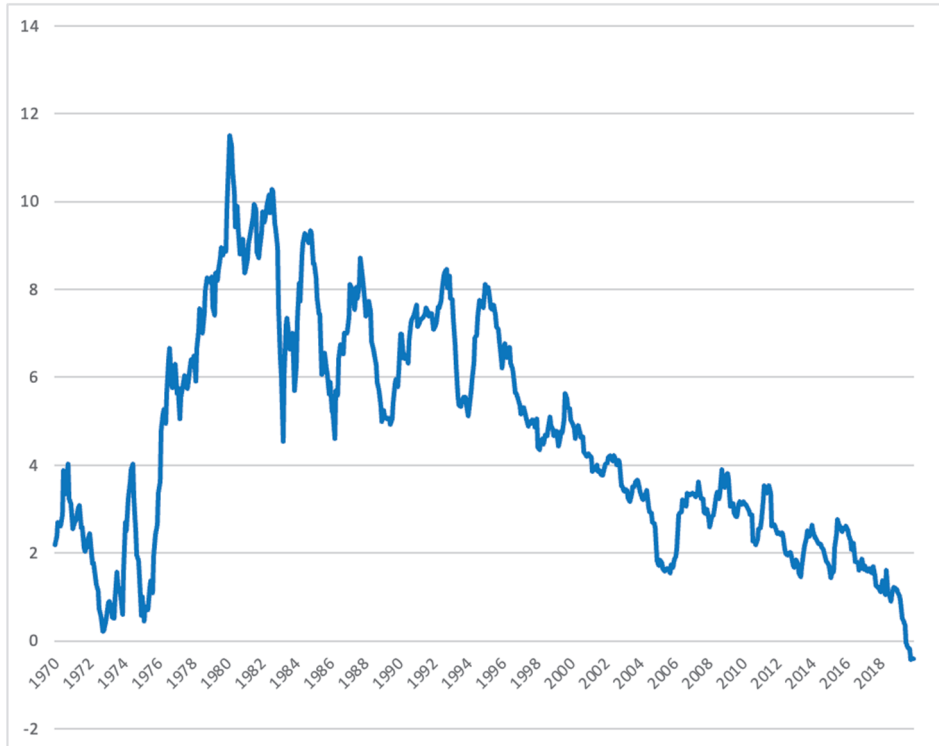
*Gæld som procent af indkomst efter skat i den private ikke-finansielle sektor 1975-99*



Anm.: Figuren viser gælden i den private ikke-finansielle sektor (husholdninger og ikke-finansielle selskaber) opgjort i forhold til indkomsten efter skat (den disponible indkomst) i den private ikke-finansielle sektor.

Kilde: Data fra Bank for International Settlements (BIS) samt fra Danmarks Statistik.

Figur 7.  
*Realrente for lange realkreditobligationer 1970-2019 (procent)*



Anm.: Figuren viser realrenten for en lang realkreditobligation (annuitetslån) fra januar 1970 til december 2019. Renten er for perioden 1970-73 opgjort som den nominelle rente på lange obligationer udstedt af Østifternes Kreditforening, for perioden 1974-93 som den nominelle rente på 20-årige realkreditobligationer med afdrag som annuitetslån og for perioden 1994-2019 som den nominelle rente på 30-årige realkreditobligationer med afdrag som annuitetslån. Ved opgørelsen af realrenten er den nominelle rente korrigeret for forventet inflation. Den forventede inflation er opgjort som et gennemsnit af stigningen i prisen på dansk produktion for en periode, der omfatter den pågældende måned, de følgende 12 måneder og de foregående 11 måneder. Prisen på dansk produktion er opgjort som deflatoren for bruttonationalproduktet. Prisstigning i de enkelte måneder er opgjort som prisstigningen for det pågældende kvartal. Den nominelle rente er opgjort som et gennemsnit for de viste måneder.

Kilde: Data fra Danmarks Nationalbank samt fra OECD, Quarterly National Accounts.

#### 4.2. Forløbet af krisen: 1987-89

Efter vedtagelsen af kartoffelkuren og påvirket af skattereformens ikrafttræden sker der fra efteråret 1986 et markant omslag i den økonomiske situation.

Priserne på ejerboliger falder brat ved begyndelsen af 1987. Fra 4. kvartal 1986 til 4. kvartal 1989 reduceres prisen på enfamiliehuse korrigeret for den almindelige prisstigning med 21 procent, jf. figur 5. Nedgangen i priserne på boliger og den stigende boligbyrde i forbindelse med skattereformen medfører en stor stigning i antallet af tvangsauktioner. For at undgå salg på tvangsauktion overtager realkreditinstitutterne et betydeligt antal ejerboliger.

Det faldende prisniveau på ejerboliger udløser en nedgang i boligbyggeriet. Ligeledes er der en stor stigning i husholdningernes opsparingskvote. Der sker herved en nedgang i den indenlandske efterspørgsel, jf. figur 4. Tal for forbrugertillid viser et stort dyk i efteråret 1986.

Påvirket af prisfaldet på ejerboliger kommer det efter 1986 til sammenbrud i flere byggefirmaer, hvilket sammen med tabene på privatpersoner medfører en stigning i penge- og realkreditinstitutters tab. Tabene ligger på et fortsat lavt niveau i 1987, men tager en brat stigning opad i 1988 og yderligere i 1989, jf. figur 3.

Opgjort i forhold til bruttonationalproduktet fortsætter udlån fra penge- og realkreditinstitutter med at stige frem til udgangen af 1987, hvor udlån når et niveau på 166 procent af bruttonationalproduktet. Niveaue er derefter nogenlunde stabilt frem til udgangen af 1989, jf. figur 1.

På trods af skiftet i den økonomiske situation fortsætter mange finansielle virksomheder deres ekspansive strategier frem til udgangen af 1980'erne. Der er for eksempel tanker om at udvikle København til et finansielt center, og der er mange visioner om finansielle virksomheders konkurrencemuligheder i et fælles europæisk marked for finansielle tjenesteydelser. De tre største realkreditinstitutter (Kreditforeningen Danmark, Nykredit og BRF Kredit) indleder en politik med ekspansion af lån på de største europæiske markeder (Tyskland, Frankrig og Storbritannien). Flere pengeinstitutter opkøber datterbanker eller opretter filialer i udlandet. Baltica Bank – et datterselskab i forsikringskoncernen Baltica – vokser på få år til at blive Danmarks 7. største pengeinstitut målt på udlån. Sparekasserne indleder en kampagne for at få mulighed for omdannelse til aktieselskab. Det er synspunktet, at adgangen til aktiemarkedet vil give dem bedre mulighed for at ekspandere.<sup>5</sup>

5. Sparekassernes omdannelse til aktieselskaber muliggøres ved en ændring af lov om banker og sparekasser i december 1988.

I årene 1987-89 bidrager det til at holde den danske produktion oppe, at der er konjunkturopgang i udlandet. Mens den indenlandske efterspørgsel således falder med 3,1 procent fra 4. kvartal 1986 til 4. kvartal 1989, stiger bruttonationalproduktet med 1,4 procent. Det bidrager til at styrke de danske erhvervsvirksomheders konkurrencestilling, at arbejdsgiverafgifterne omlægges med virkning fra 1988.

Sammenlagt 14 pengeinstitutter kommer i krise i perioden 1986-89. De kriseramte pengeinstitutter dækker over en andel af sektorens indlån og udlån på henholdsvis 3,8 procent og 4,3 procent opgjort ved udgangen af 1984.<sup>6</sup> Særlig sammenbruddene i 6' Juli Banken og C&G Banken i henholdsvis 1987 og 1988 vækker medieomtale. Indskyderne i 6' Juli Banken rejser en kampagne for at få kompensation for tabte indskud, hvilket efterfølgende giver anledning til vedtagelsen af en lovgivning om indskydergaranti. C&G Banken holdes i lang tid oppe gennem lån fra Nationalbanken, som herved får betydelige tab.

De fleste af de kriseramte pengeinstitutter er små. De største kriseramte institutter er Midtbank og DK Sparekassen, som kommer i problemer henholdsvis i 1987 og 1988. Ved sammenbruddene kommer det frem, at pengeinstitutterne har taget store risici, blandt andet ved at give store lån til virksomheder, der forfølger risikoprægede strategier. I tilfældet med Midtbank er der tab særlig på Jydekompaniet, som blandt andet indleder en produktion af cykler i Kina med henblik på videresalg til andre dele af verden.

#### **4.3. Forløbet af krisen: 1990-93**

Fra omkring 1990 indtræder en bredere finansiel krise med fald også i priserne på erhvervsejendomme. De foregående års byggeri har ført til overkapacitet på markedet for erhvervsejendomme, og der sker en stigning i antallet af tvangsauktioner. Mange erhvervsvirksomheder kommer i problemer. En række store firmaer særlig i byggebranchen går ned.

Korrigeret for den almindelige prisstigning falder prisen på enfamiliehuse med yderligere 16 procent fra 4. kvartal 1989 til 2. kvartal 1993. Fra toppunktet i 1. kvartal 1986 til 2. kvartal 1993 er det samlede prisfald (korrigeret for den almindelige prisstigning) på 35 procent, jf. figur 5. Antallet af tvangsauktioner over ejerboliger toppe i begyndelsen af 1990, men realkreditinstitutterne har overtaget et stort antal ejendomme, som de først gradvist får solgt.

Penge- og realkreditinstitutter bliver tilbageholdende med lån, og der er et stort fald i husholdningers og erhvervsvirksomheders låntagning, jf. figur 6. Flere undersøgelser peger i retning af, at det er svært at rejse finansiering også til rentable projekter. Den indenlandske efterspørgsel ligger på et nogenlunde uændret lavt niveau frem til midten af 1993.

6. Totalen er opgjort eksklusiv Roskilde Sparekasse, der kommer i krise først i 1987 og derefter igen i 1988 som en del af DK Sparekassen.

Tvangsauktionerne på markedet for ejerboliger og problemerne i erhvervsvirksomhederne medfører, at det fra slutningen af 1980'erne kommer til store tab i den finansielle sektor, jf. figur 3. Flere pengeinstitutter samt også realkreditinstitutter har svært ved at opfylde kapitalkrav. Det letter situationen for pengeinstitutterne, at de fra 1990 som en konsekvens af ny regulering vedtaget indenfor EF (det senere EU) får en væsentlig lettelse af kapitalkravene. Derimod medfører EF-reglerne en skærpelse af kravene til realkreditinstitutter.

Tabene i den finansielle sektor medfører, at pengeinstitutter bliver tilbageholdende også med indbyrdes lån. På pengemarkedet (interbankmarkedet) er der i 1992-93 en markant stigning i renten på usikrede lån i forhold til sikrede lån. Flere pengeinstitutter har problemer med at rejse finansiering.

I juni 1992 kommer det til omfattende udtræk fra landets næststørste pengeinstitut Unibank. Banken er resultatet af en fusion mellem Privatbanken, Sparekassen SDS og Andelsbanken. Udtrækkene finder sted efter rygter om insolvens som følge af tab på lån til byggefirmaer. Udtrækkene ophører, da Nationalbanken giver tilsagn om ubegrænset likviditetstilførsel. Efterfølgende viser det sig, at Unibank faktisk har store tab på byggeengagementer, men at de ikke truer bankens solvens. En stor del af Unibanks tab stammer fra lån tidligere givet i Privatbanken. Iagttagere tvivler på, om Privatbanken kunne have overlevet, hvis Unibankfusionen ikke var blevet gennemført.

Udover Unibank kommer sammenlagt 15 større pengeinstitutter i krise i perioden 1990-93. Blandt de 15 pengeinstitutter er en genganger fra perioden 1986-89, nemlig Østjydske Bank. Opgjort eksklusivt Østjydske Bank dækker de nødlidende pengeinstitutter over indskud og udlån svarende til henholdsvis 6,6 og 8,8 procent af sektorens samlede indskud og udlån ved udgangen af 1989. De største sammenbrud finder sted i Sparekassen Sydjylland (andel af indskud og udlån på henholdsvis 1,8 og 2,1 procent), Varde Bank (andel af indskud og udlån på 1,1 og 1,4 procent), Aktivbanken (andel af både indskud og udlån på 1,4 procent) og Baltica Bank (andel af indskud og udlån på 0,7 og 1,2 procent).

Særlig Himmerlandsbankens sammenbrud i 1993 fører til medieomtale. Skatteminister Ole Stavad lover – efter rådgivning fra kammeradvokaten og fra embedsfolk – at give Sparekassen Nordjylland et skattefradrag for at overtage Himmerlandsbanken. Det viser sig efterfølgende, at skattefradraget er ulovligt, og Ole Stavad må træde tilbage i 1994.

To af landets tre største realkreditinstitutter – Kreditforeningen Danmark (det senere RD) og BRFKredit – har problemer med at opfylde kapitalkravene og indleder en politik med nedskæring af lån. En del af realkreditinstitutternes tab stammer fra engagementer i udlandet. For at give realkreditinstitutterne mulighed for at opfylde kapitalkravene gennemføres der en ændring af reglerne, således institutterne får mulighed for at inddrage den solidariske hæftelse som en del af kapitaldækningen. Danmark får herved en undtagelse fra EF's kapitalkrav.

I 1993 er der sammenbrud i to af landets største forsikringskoncerner, Baltica og Hafnia. Baltica har store tab på ejendomsprojekter, blandt andet byggeri i Gibraltar samt lån til kommanditister i Sanexco-selskaberne. Baltica tynges også af rentebetalinger, efter at selskabet tidligere har overtaget landets største pensions-selskab (Statsanstalten for Livsforsikring) samt påbegyndt byggeriet af idrætsanlægget Parken i København. Hafnia har foretaget store opkøb af aktier i Baltica samt også i det svenske selskab Skandia. Hafnia får tab, da kursen på aktierne i de to selskaber falder.

#### **4.4. Afslutningen af krisen**

Et kraftigt økonomisk opsving sætter ind fra slutningen af 1993. Efter mange års stagnation vokser den indenlandske efterspørgsel i perioden 1994-98 med en gennemsnitlig årlig vækstrate på 3,8 procent, jf. figur 4. Det kommer til nye store prisstigninger på ejerboliger, jf. figur 5.

Det bidrager til omsvinget i den økonomiske situation, at der i de første år af 1990'erne iværksættes en liberalisering af vilkårene for realkreditlån. Vigtigst indføres der i maj 1993 adgang til finansiering gennem 30-årige annuitetslån. Yderligere bidrager det til omsvinget, at Nationalbanken efter sammenbruddet i det europæiske fastkurs samarbejde i august 1993 kan sænke renten, og at der i 1993 iværksættes en ekspansiv finanspolitik.

Forbedringen i den økonomiske situation har konsekvenser for den finansielle sektor. Penge- og realkreditinstitutternes tab (målt ved afskrivninger og hensættelser på debitorer) falder i 1994 til et markant lavere niveau. En yderligere nedgang finder sted i 1995, jf. figur 3. Det sidste sammenbrud i et større finansielle institut finder sted i 1993.

#### **4.5. Den færøske bankkrise**

Ved midten af 1980'erne er der højkonjunktur i færøsk økonomi med store indtægter fra fiskeri. Samtidig igangsættes der en række nye projekter, blandt andet sker der en kraftig udvidelse af fiskeflåden, ligesom der bygges et stort antal filet-fabrikker. Der iværksættes også store infrastrukturprojekter, blandt andet bro- og tunnelbyggeri samt havneanlæg. Ekspansionen støttes gennem garantier fra det færøske landsstyre.

De færøske investeringsprojekter finansieres i første række gennem lån fra de to største færøske banker, Føroya Banki og Sjóvinnubankin. Den Danske Bank har aktiemajoriteten i Føroya Banki, mens Sjóvinnubankin ejes af færøske virksomheder og privatpersoner. Der kommer også finansiering udefra, blandt andet giver de danske realkreditinstitutter store lån.

Under højkonjunktoren øges gældsætningen i det færøske samfund. I 1983 ligger de færøske pengeinstitutters udlån på et niveau, som svarer til 81 procent af det færøske bruttonationalprodukt. I 1989 er långivningen vokset til 148 procent af bruttonationalproduktet og i 1992 yderligere til 172 procent.

Efter 1988 oplever den færøske økonomi en stor nedgang. Fra 1988 til 1993 falder fiskefangsterne med 36 procent, og det færøske bruttonationalprodukt reduceres med 38 procent opgjort i forhold til de færøske forbrugerpriser. De tidligere iværksatte erhvervsprojekter viser sig ikke at være rentable.

I oktober 1992 er der behov for kapitaltilførsel til Sjóvinnubankin. Ved et møde i København aftales det, at den danske regering giver et lån til det færøske landsstyre, som derefter via en nyoprettet fond (Finansieringsfonden af 1992) indskyder beløbet som aktiekapital i Sjóvinnubankin, hvor samtidig den hidtidige aktiekapital nedskrives. Senere på året indskyder Den Danske Bank kapital i sin datterbank Føroya Banki. I februar 1993 indskyder landsstyret igen kapital i Sjóvinnubankin. Beløbet rejses gennem et nyt lån fra den danske regering.

I februar 1993 foreslår Den Danske Bank i et brev til den nytiltrådte statsminister Poul Nyrup Rasmussen, at en del af bankens aktier i Føroya Banki ombyttes til aktier i Sjóvinnubankin. Aktiebyttet vil medføre, at Den Danske Banks ejersandel i Føroya Banki falder til under 50 procent. Regeringen godkender forslaget, som begrundes med, at det med en fælles ejerkreds i de to banker vil være lettere at gennemføre rekonstruktioner af færøske virksomheder. Det færøske landsstyre er skeptisk overfor ideen om aktiebyttet, men presses af den danske regering til at acceptere forslaget.

I den følgende tid bliver der klarhed over yderligere tab i de færøske banker, hvilket giver anledning til ny kapitaltilførsel, igen tilvejebragt gennem lån fra den danske regering. I maj 1993 er der massive udtræk fra Føroya Banki. Nationalbanken lover at stille den fornødne likviditet til rådighed. I november 1993 vedtages det at nedskrive aktiekapitalen i både Føroya Banki og Sjóvinnubankin til 0, hvilket gør Finansieringsfonden af 1992 til ene-ejer. De to banker fusionerer under navnet Føroya Banki (fra 2010 BankNordik).

#### **4.6. Finanskrisen i 1980'erne og 1990'erne: En status**

Finanskrisen i slutningen af 1980'erne og 1990'erne indebærer en langvarig periode med økonomisk stagnation og derved et betydeligt tab af efterspørgsel og produktion i forhold til en situation, hvor økonomien havde udviklet sig med en vækstrate, der ville svare til det underliggende potentiel. I perioden 1987-93 ligger den indenlandske efterspørgsel i gennemsnit 0,3 procent lavere end niveauet i 1986. Tabet af produktion er mindre, idet produktionen holdes oppe gennem efterspørgsel fra udlandet, hvor der fortsat er højkonjunktur til 1991. I perioden 1987-93 er bruttonationalproduktet i gennemsnit 3,4 procent højere end i 1986.

Endeligt konstaterede tab optræder med en vis tidsforsinkelse i penge- og realkreditinstitutters regnskaber. I perioden fra 1988 fra 1997 er der endeligt konstaterede tab i danske penge- og realkreditinstitutter (eksklusive færøske institutter) på sammenlagt 109 mia. kr. Opgjort akkumuleret over perioden 1988-97 som andel af bruttonationalprodukt og bruttofaktorindkomst i de enkelte år udgør tabene henholdsvis 11,6 procent og 13,3 procent.

I de angivne tal er kun indeholdt de tab, som optræder i penge- og realkreditinstitutter. Herudover er der store tab i den uregulerede del af kapitalmarkedet, blandt andet i leasingselskaber, ligesom private investorer har tab på projekter, hvor de deltager med anparter. Der er også store tab på pantebreve, som ejes af privatpersoner. I 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne er det for den del af købesummen, som ikke finansieres gennem realkreditlån, almindeligt at rejse finansiering gennem sælgeres udstedelse af pantebreve. Der udstedes også pantebreve til at finansiere tillægslån. Disse pantebreve ejes i stort omfang af privatpersoner. Pantebrevene har sikkerhed i den yderligt stående del af boligværdien og rammes derfor hårdt i forbindelse med faldet i boligpriser.

I årene fra 1986 til 1993 bliver i alt 28 større pengeinstitutter nødlidende. I hovedparten af tilfældene med nødlidende pengeinstitutter (sammenlagt 19 institutter ud af 28) gennemføres der en fusion med et andet institut. Finanstilsynet er aktivt med hensyn til hurtigt at gennemføre fusionerne, blandt andet fordi pengeinstitutternes problemer herved holdes ude af offentlighedens søgelys. Det er i de første år af finanskrisen forholdsvis let at finde pengeinstitutter, som ud fra ønsket om ekspansion er villige til at fusionere. Efterhånden som krisen skrider frem, bliver det sværere at finde fusionspartnere, og det bliver herved sværere at praktisere strategien med fusioner.

I 4 tilfælde af nødlidende pengeinstitutter (6' Juli Banken, C&G Banken, Himmerlandsbanken og Varde Bank) gennemføres der forskellige former for offentlig intervention. I de resterende 5 tilfælde med nødlidende institutter tilføres der kapital udefra, især fra andre pengeinstitutter.

Omtrent samtidig med den danske krise er der finanskriser også i Finland, Norge og Sverige. Svarende til situationen i Danmark er kriserne i de andre nordiske lande kendetegnet ved store tab i finansielle virksomheder, fald i boligpriser og i priser på erhvervsejendomme samt en nedgang i långivning. Kriserne indtræder, efter at der i den forudgående periode har været store prisstigninger på boliger og erhvervsejendomme samt en stor vækst i udlån. Forløbene minder altså om forløbet i Danmark. Der er dog forskel med hensyn til kilderne for tab. I de andre nordiske lande er prisfald på erhvervsejendomme en hovedårsag bag finanskrisen, mens tab på ejerboliger spiller en mindre rolle.

I Norge begynder krisen med sammenbruddet i Sunnmørsbanken i september 1988. Gennem de næste år eskalerer den norske krise, og i 1991-92 overtager den norske stat helt eller delvist ejerskabet i de tre største banker. I Sverige kommer det i september 1990 til et sammenbrud i flere finansielle selskaber (finansbolag), der ikke længere kan rejse finansiering gennem markedet for korte værdipapirer. Den svenske krise når højdepunktet i efteråret 1992, hvor staten træder til med garanti for alle forpligtelser i svenske banker og med tilbud om tilførsel af kapital. I Finland starter krisen med sammenbruddet i Skopbank (på svensk: Sparbankernas Central-Aktie-Bank, forkortet Scab), der finder sted i september 1991. I 1992 indskyder den finske stat kapital i de finske banker.

Det har været fremført, at den danske finansielle krise er mindre omfattende end kriserne i Finland, Norge og Sverige. Det har også været fremført, at Danmark i modsætning til de andre nordiske lande undgår en egentlig systemmæssig krise.<sup>7</sup> Opgøres tab i forhold til bruttonationalproduktet, ligger de akkumulerede danske tab i perioden 1988-94 på 9,9 procent af bruttonationalproduktet, hvilket er under Finland (akkumuleret 10,7 procent af bruttonationalproduktet), men over Norge og Sverige (akkumuleret henholdsvis 9,0 og 7,2 procent af bruttonationalproduktet). Derimod er den danske offentlige intervention mindre omfattende end i de andre nordiske lande, hvilket skyldes, at de danske pengeinstitutter ved indgangen til krisen har en højere kapitaldækning. Det er således lettere at håndtere de finansielle problemer i Danmark end i de andre nordiske lande.

#### **4.7. Finanskrisen i 1980'erne og 1990'erne: Nogle perspektiver**

Som omtalt ses underskuddene på betalingsbalancens løbende poster og den stigende udlandsgæld gennem 1970'erne og hovedparten af 1980'erne som det altoverskyggende politikproblem. Den økonomiske udvikling i perioden 1982-86, dvs. perioden op til finanskrisen, indebar en stigning i betalingsbalanceunderskuddet og bidrog derved til en yderligere forøgelse af udlandsgælden. Den første del af Poul Schlüters periode som statsminister var altså præget af, at Danmark på et centralt område bevægede sig yderligere mod »afgrunden«. Det var først med kartoffelkuren i oktober 1986 og skattereformen fra 1987, at der blev bremset op for den private låntagning og for prisstigningerne på fast ejendom.

Fra 1987 fulgte en langvarig periode med stagnation i den indenlandske efterspørgsel. I denne periode lykkedes det erhvervsvirksomheder at omstille sig til afsætning i udlandet, hvilket blev hjulpet af den internationale højkonjunktur, som varede til 1991. Erhvervsvirksomhedernes omstilling til salg i udlandet medførte – sammen med stagnationen i den danske efterspørgsel – en stor reduktion i underskuddet på betalingsbalancens løbende poster. I 1990 er der for første gang overskud. Finanskrisen kan altså ses som en konsekvens af og i et vist omfang årsag til det, der senere er blevet kendt som »genopretningen«.

Der har været forskellige opfattelser med hensyn til de økonomiske indgreb – kartoffelkuren og skattereformen – som blev gennemført i 1986-87. Et synspunkt har været, at økonomien allerede i efteråret 1986 var på vej mod afmatning, og at indgrebene derfor var unødigt hårde og med til at forstærke den efterfølgende krise.

Det er korrekt, at prisstigningen på enfamiliehuse fladede ud fra slutningen af 1985, og at der korrigeret for den almindelige prisstigning var et lille fald frem til efteråret 1986, dvs. tidspunktet for kartoffelkuren. Derimod nåede den indenlandske efterspørgsel først sit højeste niveau i 3. kvartal 1986, og som omtalt fort-

7. I Økonomiministeriet (1994) fremhæves det: »Danmark har ikke haft en egentlig systemmæssig krise som i flere af de øvrige nordiske lande« (s. 12).

satte udlånsstigningen ind i 1987. Uden kartoffelkuren og skattereformen er det således muligt at forestille sig, at et selvforstærkende forløb med prisstigninger på fast ejendom, økonomisk vækst og udlånsekspansion ville være fortsat i de følgende år. Herved ville den finansielle krise være kommet senere, men efter al sandsynlighed have fået et større omfang. Det er således muligt, at kartoffelkuren og skattereformen faktisk sparede Danmark for en krise af et større omfang, end det blev tilfældet.

Under alle omstændigheder var det nødvendigt med en begrænsning af rentefradragsretten. Selv om der som omtalt i 1980'erne skete en markant stigning i realrenten, var der ved midten af 1980'erne fortsat en negativ realrente efter skat for skatteydere med de højeste indkomster. Denne offentlige subsidiering af lånoptagelse syntes uholdbar.

Selv om den økonomiske politik i anden halvdel af 1980'erne var med til at bringe Danmark på fode, er der ikke tvivl om, at den var brutalt dosseret. Ledigheden voksede til det højest registrerede niveau i efterkrigstiden. Det skarpe prisfald på fast ejendom og begrænsningen af rentefradragsretten skabte problemer for mange danske familier.

Det kan i retrospekt ses som forbløffende, at det ikke gik mere galt i den finansielle sektor. Det skyldtes i høj grad indsatsen fra det daværende finanstillsyn. Indsatsen vakte international anerkendelse. En stor krise i de amerikanske sparekasser medførte, at der i USA i slutningen af 1980'erne blev iværksat omfattende reformer af finansiel regulering og tilsynspraksis, jf. Pozdena (1990). Reformerne indebar høje kapitalkrav, fremadrettede hensættelser, regnskaber baseret på aktuelle markedsværdier («mark to market») samt hurtig intervention ofte i form af tvangsfusioner i de tilfælde, hvor finansielle institutter ikke overholdt solvenskrav («prompt corrective action»). Reformerne var inspireret af den danske finansielle regulering og af den politik, der blev praktiseret af det danske finanstillsyn. En beskrivelse findes i Haggerty og Gupta (2022).

Liberaliseringen af realkreditlovgivningen i de første år af 1980'erne fik store konsekvenser for den finansielle struktur. Finansiering, der før foregik i pengeinstitutter eller via pantebrevsmarkedet, blev flyttet til realkrediten. Liberaliseringen fortsatte gennem 1990'erne, hvor lånemuligheder og produktudbud blev udvidet yderligere med blandt andet rentetilpasningslån. En beskrivelse findes i Møller og Nielsen (1997) samt hos Østrup (1989, 2010). Realkrediten gik sejrsgang, men samtidig øgedes risikoen. Sårbarheden i realkrediten blev først adresseret efter den seneste finanskrise, jf. nedenfor.

Det var den generelle opfattelse ved midten og slutningen af 1980'erne, at fremtiden tilhørte finansielle supermarkeder, som skulle spænde fra skadesforsikring over pension til bankvirksomhed og realkredit. Eftertiden har ikke været venlig mod denne model. Som den sidste finansielle virksomhed opgav Alm Brand-koncernen strategien i 2021.

Under finanskrisen viste Færøerne sig igen som et giftigt sted, både finansielt og politisk.<sup>8</sup> Formentlig skal man være født på Færøerne for at forstå dets mikrokosmos af politiske og finansielle interesser. Håndteringen af bankkrisen kom efterfølgende under hård kritik på Færøerne. Særlig kritiseredes aktiebyttet med Den Danske Bank. Det blev fremført, at Den Danske Bank ved reduktionen af sin ejerandel slap for at indskyde yderligere kapital i sin færøske datterbank. I forbindelse med vedtagelsen af pinsepakken i juni 1998 gav den danske stat afkald på hovedparten af de lån, som under bankkrisen var blevet givet til Færøerne.

## 5. Krisen i pensionssektoren efter 2000

Pensionsinstitutter (livsforsikringsselskaber og pensionskasser) modtager bidrag fra kunder, der til gengæld får løfte om betalinger fra en bestemt alder og/eller i tilfælde af bestemte begivenheder (invaliditet eller dødsfald).

På pensionsinstitutternes passivside udtrykker forsikringshensættelserne nutidsværdien af institutternes afgivne forpligtelser. Hensættelserne opgøres efter aktuariske principper, hvilket må ses som et fornuftigt skøn. I princippet er der imidlertid ingen øvre grænse for, hvor store de forsikringsmæssige forpligtelser kan blive. Ved bankdrift er det svært, om end ikke umuligt, at tabe mere end sine aktiver, idet aktiverne typisk vil have en fortsat værdi. Forsikringsdrift adskiller sig fra bankdrift ved, at det er muligt at tabe mere end balancen. Institutternes passivside er længere end aktivsiden.

Et pensionsinstitut kan siges at være i krise, hvis værdien af instituttets aktiver falder under de forsikringsmæssige hensættelser med tillæg af en eventuel lovpålagt reservekapital. Det må i denne situation antages, at instituttet ikke vil være i stand til at opfylde sine forpligtelser.

Som omtalt sætter et internationalt rentefald ind fra begyndelsen af 1980'erne. Rentefaldet får store konsekvenser for de danske pensionsinstitutters evne til at servicere deres forpligtelser. Kunderne havde fået tilsagn om bestemte mindsteafkast på den opsparing, som de havde anbragt i institutterne. Rentefaldet gør det sværere at leve op til disse løfter om afkast. Samtidig medfører rentefaldet, at nutidsværdien af institutternes forpligtelser vokser. Det bidrager yderligere til institutternes problemer, at der er stærk konkurrence mellem selskaberne om at tilby-

8. I statsministerens kommentar til Færøekommissionens rapport konstateres: »Det er tilfredsstillende, at tiden for rygter og mytedannelser er overstået. Med rapporten aflives de konspirationsteorier, som har været til stede i debatten siden aktiebyttet i foråret 1993. Der har ikke været nogen sammensværgelse mellem regeringen og Den Danske Bank« (<https://stm.dk/presse/pressemeddelelse/foer-2019/poul-nyrup-rasmussen-1996-2001/pnr-regeringens-foreloebige-kommentarer-i-anledning-af-faroekommissionens-rapport>).

de kunder et højt afkast, ligesom en længere levetid for pensionstagerne medfører behov for større hensættelser.

For at skabe større indtjening øger institutterne risikoen i deres placeringer. I første række øges andelen af aktier. Det tilskynder til placering i aktier, at der i årene frem til 2000 er en stærk tro på stigninger i aktiekurserne.

Gammeldags regnskabsprincipper medfører, at pensionssektorens problemer længe forbliver skjult. Efter 2000 kommer det til store kursfald på de internationale aktiemarkeder. I Danmark når aktiekurserne (OMXC-indekset) højdepunktet i januar 2001 og falder derefter med 44 procent frem til februar 2003.

Aktiekursfaldet skaber problemer særlig for Danmarks næststørste livsforsikringselskab, PFA Pension. Selskabet har i de forudgående år med kursstigninger øget andelen af aktiver, som er placeret i aktier. I efteråret 2001 er værdien af selskabets aktiver ikke længere tilstrækkelig til at dække de forsikringsmæssige forpligtelser, dvs. selskabet er i realiteten insolvent.

Regeringen sætter i efteråret 2001 ind med tiltag, som skal lette situationen for pensionsinstitutterne og særlig for PFA Pension. Blandt andet skabes der bedre mulighed for, at institutterne kan opfylde kapitalkrav, idet det gøres muligt at henregne flere typer af passiver til selskabernes reserver. Den akutte krise håndteres altså gennem regulatorisk overbærenhed, dvs. regler ændres, så de bliver lettere at overholde. Der gøres klar til at fusionere PFA Pension med et andet selskab, og selskabet får tilført ny ansvarlig lånekapital. Da aktiekurserne imidlertid igen begynder at stige, er der en ny stigning i selskabets reserver, og salget opgives.

I årene efter krisen iværksættes der en stramning af reglerne for pensionsinstitutter. For at skabe gennemsigtighed indføres der et princip om markedsværdi i institutternes regnskaber.

Indførelsen af de nye skarpere regnskabsprincipper bidrager sammen med fortsatte rentefald til, at de danske pensionsinstitutter fra garantiprodukter flytter over til markedrenteprodukter, hvor investeringsrisikoen ligger hos kunden. Der bliver samtidig større fokus på styring af aktiver og passiver. Danmark bliver hermed et foregangsland med hensyn til porteføljestyling i pensionsinstitutter.

Finanstilsynets indførelse af markedsbaserede værdier i regnskaberne i de første år af 00'erne var en kold tyrker for pensionsbranchen, men tiltaget fik bragt sektoren på fode. Der var få om nogen internationalt, som turde gøre det samme, og for de fleste lande gælder det fortsat den dag i dag, at den reelle tilstand skjules af forskellige overgangsordninger, jf. Berg (2022). Finanstilsynets succes med at indføre markedsværdier i pensionssektoren var dog muligvis årsag til, at tilsynet senere insisterede på brug af markedsværdi også i pengeinstitutternes regnskaber. Dette reducerede hensættelserne, der var afsat til at dække fremtidige tab. Konsekvensen var, at pengeinstitutterne gik ind i 2008-finanskrisen med en ringere mulighed for at dække tab, jf. nedenfor.

## 6. Finanskrisen fra 2008

### 6.1. Forløbet op til krisen

Dansk økonomi rammes fra 2008 af en omfattende finanskris. Forud for krisen ses flere af de samme tendenser, der gjorde sig gældende også før krisen i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne.

Der er en stærk opgang i den indenlandske efterspørgsel. I løbet af 5-års perioden 2002-2007 øges efterspørgslen med 15,8 procent, jf. figur 8. Medvirkende til væksten er en stor stigning i bolig- og erhvervsbyggeri samt en lav opsparingskvote hos husholdningerne. Ligeledes svarende til situationen i 1980'erne er der stærke prisstigninger på boliger og erhvervsejendomme. Det fremgår af figur 9, at prisen på enfamiliehuse korrigeret for den almindelige prisudvikling øges med 44 procent fra 4. kvartal 2002 til 4. kvartal 2007.

Der er stor optimisme, hvilket blandt andet viser sig ved høj forbrugertillid. Forbrugertilliden øges gradvist gennem 2003 og tager derefter et stort spring op ved begyndelsen af 2004. Forbrugertilliden ligger på et højt niveau frem til slutningen af 2007.

Der er en stor forøgelse af låntagningen i den private ikke-finansielle sektor (husholdninger og ikke-finansielle selskaber). Gælden stiger fra et niveau, der ved udgangen af 2002 svarer til 279 procent af sektorens disponible indkomst, til 429 procent ved udgangen af 2007. Udviklingen er vist i figur 10.

Stigningen i priserne på ejerboliger kommer efter forskellige ændringer i systemet for boligfinansiering, der udvider mulighederne for lån.

I årene efter 2000 er der international lavkonjunktur, og verdensøkonomien rammes af flere chok, i første række den bristede dotcom-boble og angrebet på World Trade Center. Den Europæiske Centralbank (ECB) gennemfører på denne baggrund en række rentesænkninger, som bringer den korte rente ned på et historisk lavt niveau. I Danmark følger Nationalbanken trop. Den lange rente falder mindre end den korte rente. Der opstår herved en betydelig forskel mellem på den ene side renten på 30-årige realkreditlån og på den anden side renten på rentetilpasningslån, som har en variabel rente. Danske boligejere reagerer ved i stort omfang at omlægge fast forrentede realkreditlån til rentetilpasningslån. Der opnås herved en stor rentebesparelse. I december 1999 er det kun 6 procent af de udestående realkreditlån, som har form af rentetilpasningslån. I december 2005 er det over halvdelen af de udestående realkreditlån (51 procent), der har form af rentetilpasningslån.

Det bidrager yderligere til at mindske finansieringsbyrden for boligejere, at der med virkning fra maj 2003 indføres adgang til afdragsfrie realkreditlån. Boligejerne er hurtige til at udnytte den nye mulighed for lån. Ved udgangen af 2007 er det 43 procent af samtlige udestående realkreditlån, som har form af afdragsfrie lån.

I 2002 vedtages et skattestop, som indebærer en fastfrysning af ejendomsværdiskatten (regnet i nominelle beløb) på 2002-niveauet. Skattestoppet indebærer, at ejendomsskatterne ikke øges i takt med højere boligpriser. Herved fjernes en bremse på stigningen i boligpriser.

Der er mange advarsler mod boligprisstigningerne, og det er et almindeligt diskussionsemne, om der vil komme et stort prisfald. Bekymringerne afvises af regeringen, Nationalbanken og af fagøkonomerne i Det Økonomiske Råd. Ved et pressemøde afholdt i marts 2007 udtrykker for eksempel nationalbankdirektør Nils Bernstein det synspunkt, at eventuelle prisfald vil være beskedne sammenlignet med de senere års markante stigninger, og at dansk økonomi er for stærk til, at bunden kan gå ud af boligmarkedet.<sup>9</sup> Tilsvarende afviser finansminister Thor Pedersen i marts 2007, at der skulle være en boligboble.<sup>10</sup> Finansministeriets skøn over boligpriser i 2007 og 2008 går på fortsatte stigninger.

Den ene af nærværende artikels to forfattere husker, hvordan det i 2005 kom til diskussion i Nationalbanken, om et stort prisfald på boligmarkedet måtte ses som en realistisk mulighed. Synspunktet blev afvist af ledelsen.

I årene op til finanskrisen er der en stor vækst i lån fra penge- og realkreditinstitutter. Fra udgangen af 2002 til udgangen af 2007 sker der en omtrentlig fordobling af udlån fra danske penge- og realkreditinstitutter med tilknyttede koncernforbundne selskaber. I forhold til bruttonationalproduktet øges udlånene 1,7 gange. I det hurtigst voksende pengeinstitut (Aarhus Lokalbanc) øges udlån 7,6 gange mellem 2002 og 2007. Blandt større pengeinstitutter finder de største udlånsstigninger sted i Roskilde Bank, Forstædernes Bank og Amagerbanken. I Roskilde Bank ligger udlån i 2007 5,2 gange over niveauet i 2002, mens udlån i Forstædernes Bank og Amagerbanken i 2007 ligger henholdsvis 3,8 og 3,3 gange over niveauet i 2002.

En stor del af udlånsstigningen går til finansiering af ejendomsprojekter. Drivende i udviklingen er en mindre gruppe af store ejendomsselskaber og ejendomsudviklere. Privatpersoner opfordres til at belåne friværdien og investere i aktier og spekulationsprægede projekter. Gælden i landbruget vokser til et niveau, der i 2007 er 1,7 gange højere end i 2002. Gældsforøgelsen sker på trods af stagnerende eller faldende indtjening i erhvervet.

9. Nyhedsbureauet 24timer, den 21. marts 2007; Politiken, den 21. marts 2007.

10. Børsen, den 20. marts 2007.

Det øger risikoen i det danske finansielle system, at pengeinstitutterne i stigende grad bliver afhængige af finansiering i udlandet. Der er også en markant nedgang i pengeinstitutternes egenkapital opgjort i forhold til størrelsen af aktiver. Pengeinstitutterne sørger altså ikke for – gennem for eksempel deres udlodningspolitik eller ved aktieemissioner – at opretholde solvensen.

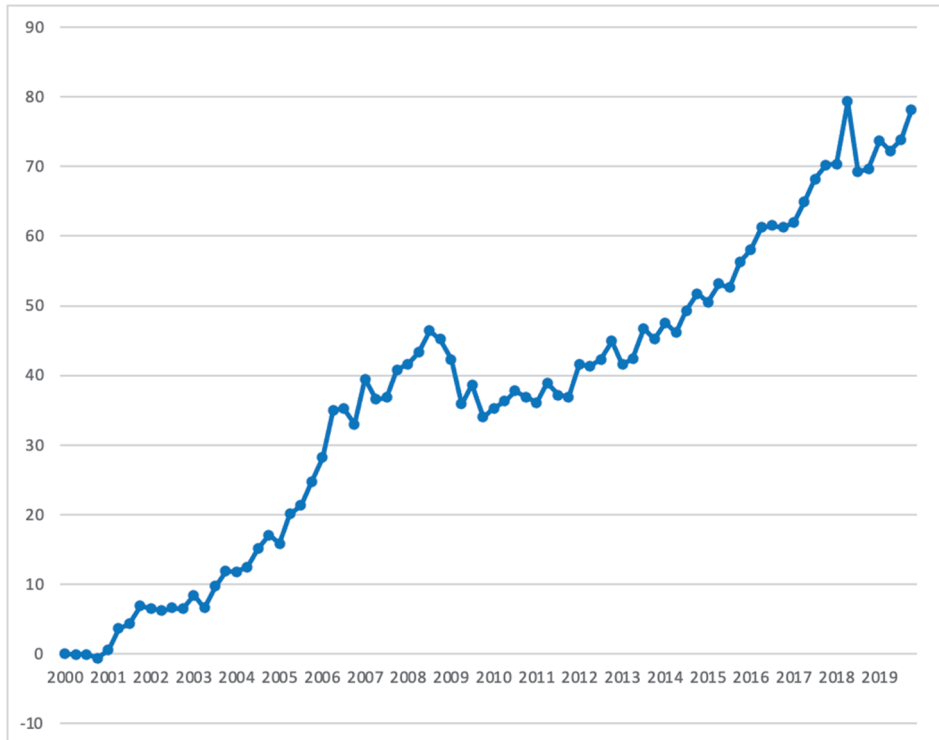
Danske Bank ekspanderer ved køb af banker i udlandet. I 2005 overtages banker i Irland og Nordirland, og i 2006 opkøbes en stor finsk bank (Sampo Bank). Ekspansionen medfører en markant nedgang i Danske Banks solvens. Ved udgangen af 2007 er bankens egenkapital (opgjort eksklusiv goodwill og hybrid kernekapital) på 80 mia. kroner svarende til kun 2,6 procent af aktiverne. På trods af den lave egenkapital har Danske Bank omfattende planer om yderligere ekspansion, blandt andet i de baltiske lande og i Rusland.

Flere institutionelle faktorer bidrager til at forstærke risikoen i det globale finansielle system. På mikroniveau er der forkerte incitamentter i finansielle virksomheder, blandt andet har ledelser en tilskyndelse til at manipulere med overskuddet for at opnå høje bonusbetalinger. Blandt investorer er der en overdreven tro på, at det er muligt at nå et højt afkast. Makroøkonomisk er der tillid til, at det gennem pengepolitik kan lykkes at hindre en ny krise. Endelig svigter kontrolmekanismerne. Det viser sig, at økonomiske modeller til beregning af risiko giver forkerte resultater. I bogen »Finansernes fald« har den ene af nærværende artikels forfattere beskrevet en række af disse forhold, se Berg og Bech (2009).

Lempelser i finansiell regulering bidrager også til udlånsstigningen. Finanstilsynet følger ændringerne i de internationale regnskabsregler. Indførelsen af Basel II-regelsættet, herunder kreditinstitutters mulighed for at anvende interne modeller til beregning af kapitalkrav, betyder en de facto lempelse. I ministerier og blandt politikere er der stor lydhørhed overfor kritik af et aktivistisk finanstilsyn. Efter politisk kritik af praksis i forbindelse med krisen i slutningen af 1980'erne og starten af 1990'erne forlader Finanstilsynet sin tidligere politik med »prompt corrective action«.

Figur 8.

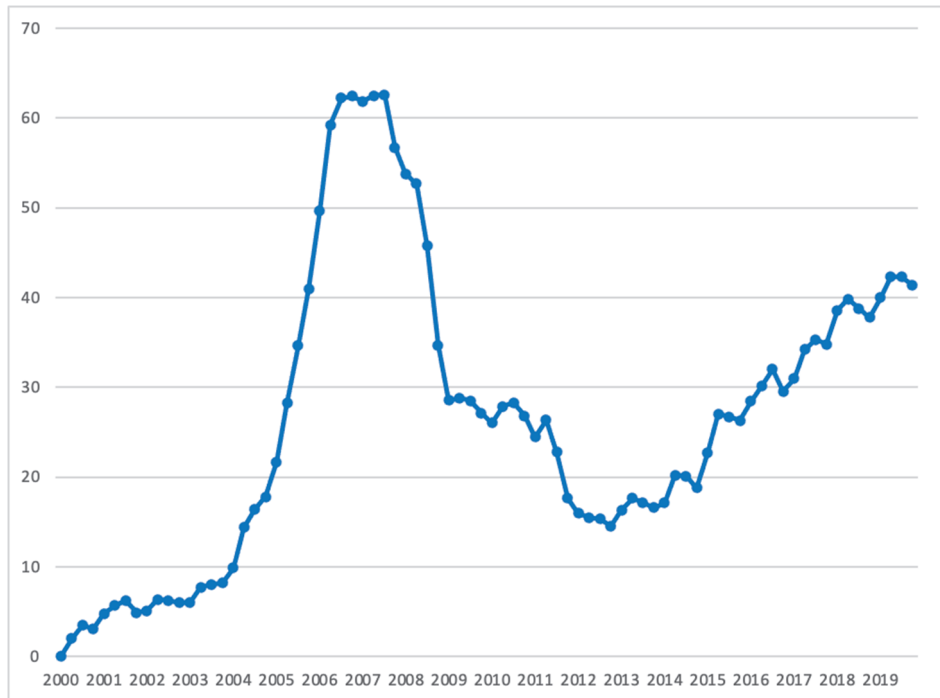
*Indenlandsk efterspørgsel 2000-2019 (procentændring i forhold til 1. kvartal 2000)*



Anm.: Figuren viser procentændring i den danske indenlandske efterspørgsel (dvs. privat og offentligt forbrug med tillæg af faste bruttoinvesteringer) fra 1. kvartal 2000 til 4. kvartal 2019. Den indenlandske efterspørgsel er opgjort sæsonkorrigeret og i faste priser. For hvert kvartal er angivet, med hvilken procent den indenlandske efterspørgsel i det pågældende kvartal er steget i forhold til 1. kvartal 2000.

Kilde: Data fra Danmarks Statistik.

Figur 9.  
Pris på enfamiliehuse i forhold til almindeligt prisniveau 2000-2019  
(procentændring i forhold til 1. kvartal 2000)

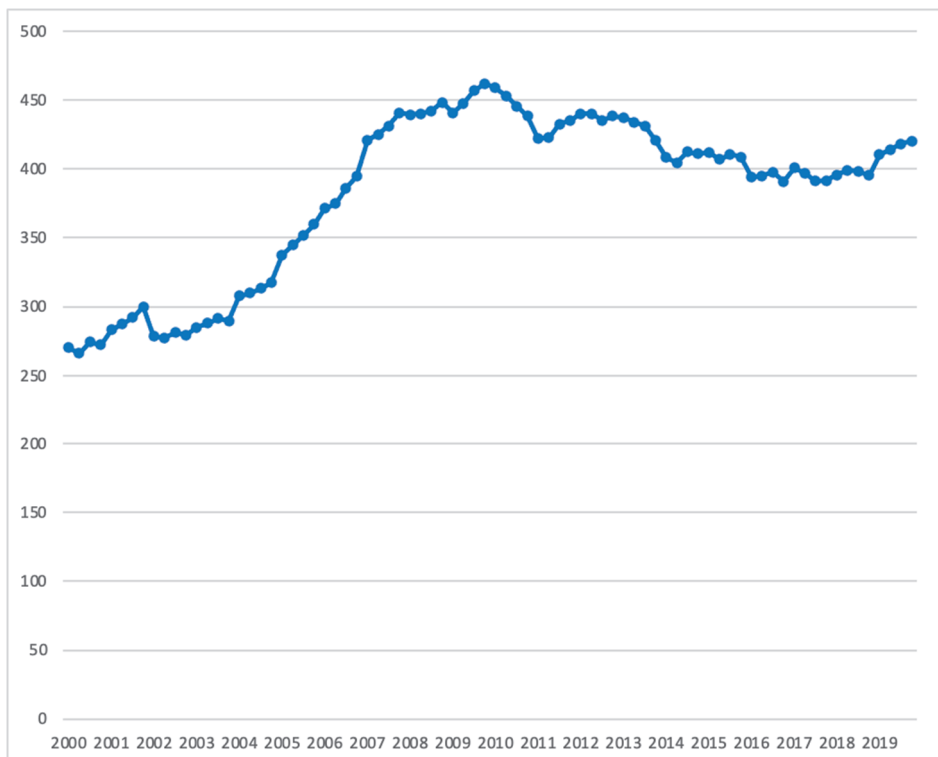


Anm.: Figuren viser udviklingen i prisen på enfamiliehuse sat i forhold til den almindelige prisstigning i samfundet (opgjort ved deflatoren for bruttonationalproduktet) fra 1. kvartal 2000 til 4. kvartal 2019. For det enkelte kvartal er angivet, med hvilken procent prisen på enfamiliehuse opgjort i forhold til den almindelige prisstigning i samfundet er steget i forhold til 1. kvartal 2000.

Kilde: Data fra Danmarks Statistik.

Figur 10.

Gæld som procent af indkomst efter skat i den private ikke-finansielle sektor 2000-19



Anm.: Figuren viser gælden i den private ikke-finansielle sektor (husholdninger og ikke-finansielle selskaber) opgjort i forhold til indkomsten efter skat (den disponible indkomst) i den private ikke-finansielle sektor fra 1. kvartal 2000 til 4. kvartal 2019.

Kilde: Data fra Bank for International Settlements (BIS).

## 6.2. Forløbet af krisen: 2008-09

Fra december 2005 begynder ECB en politik med gradvise rentehævninger, hvilket betyder rentestigninger også i Danmark. Den korte danske rente – renten ved placering over 3 måneder på pengemarkedet – stiger fra 2,2 procent i oktober 2005 til 4,9 i december 2007. Samtidig med renteforhøjelserne går prisstigningen på det danske boligmarked i stå. Priserne på enfamiliehuse når højdepunktet i 3. kvartal 2007. Det fremgår af figur 9, at der gennem 2007 er et mindre prisfald på enfamiliehuse i forhold til den almindelige prisudvikling.

Svarende til Danmark oplever flere andre lande boligprisstigninger i årene efter 2002. Det gælder blandt andet USA og Storbritannien. I august 2007 kommer det til sammenbrud i nogle investeringsfonde, som har placeret i obligationer med sikkerhed i lån ydet til amerikanske boliger. Efter sammenbruddet i fondene bliver det stadig sværere at optage kortfristede lån på de internationale markeder.

Stramningen på de internationale markeder skaber problemer også for de danske pengeinstitutter, der som omtalt er blevet mere afhængige af udenlandsk finansiering. Nationalbanken reagerer ved i flere omgange at lempe pengeinstitutternes adgang til lån i Nationalbanken.

I januar 2008 kommer det første sammenbrud i et dansk pengeinstitut, nemlig den Slagelse-baserede bank Trelleborg. Banken har tab på lån til ejendomsprojekter. Krisen løses ved Sydbanks overtagelse af banken.

På trods af faresignalerne er myndighederne ubekymrede. Nationalbanken fremlægger i april 2008 en rapport om finansiel stabilitet (Danmarks Nationalbank, 2008). Det er konklusionen, at udlånsstigningen og reduktionen i pengeinstitutternes stødpuder har gjort den finansielle sektor mere sårbar, men det vurderes, at den danske finansielle sektor er »tilstrækkelig modstandsdygtig til at modstå væsentlige økonomiske chok« (Danmarks Nationalbank, 2008, s. 7).

På trods af de finansielle problemer er der fortsat højkonjunktur i dansk økonomi i første halvår af 2008. Ved midten af året sker imidlertid et brat skift. Der indtræder et stort prisfald på ejerboliger, ligesom forbrugertilliden tager et brat dyk. Den indenlandske efterspørgsel falder med nedgang både i privat forbrug og i private investeringer.

I juli 2008 kommer det til sammenbrud i Roskilde Bank, som er Danmarks 11. største finansielle virksomhed regnet efter aktiver. Som omtalt har banken i årene op til 2008 forfulgt en ekspansiv strategi med en stærk stigning i udlån. I første halvår af 2008 er der rygter om problemer i banken. Indskydere begynder at trække sig ud. Ved begyndelsen af juli 2008 nedgraderes Roskilde Bank af det internationale kreditvurderingsbureau Moody's. Bankens ledelse frygter derefter massive udtræk og beder Nationalbanken om hjælp. Nationalbanken giver tilsagn om at stille ubegrænset likviditet til rådighed mod garanti fra de øvrige pengeinstitutter og fra staten om at dække eventuelle tab. Pengeinstitutterne påtager sig at dække tab op til 750 mio. kroner, mens staten lover at dække yderligere tab. Ved en gennemgang af bankens regnskaber viser det sig, at der er store tab særlig på lån til ejendomssektoren. I august 2008 overtages Roskilde Bank derefter af Nationalbanken og de øvrige pengeinstitutter, og der påbegyndes en afvikling.

Efter midten af 2008 kommer også andre pengeinstitutter i problemer. Forstædernes Bank overtages i september 2008 af Nykredit. Det viser sig efterfølgende, at banken har store tab.

I september 2008 bryder den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers sammen. Det bliver herefter umuligt at rejse finansiering på de internationale markeder. Flere pengeinstitutter oplever, at kunder trækker indskud ud. For at lette situationen tilfører Nationalbanken store mængder likviditet. Der gives ekstra likviditetsstøtte til Amagerbanken for at sikre dens overlevelse.

For at imødegå pengeinstitutternes likviditetsproblemer fremlægger regeringen i oktober 2008 den såkaldte Bankpakke 1, der vedtages efter en hastebehand-

ling i Folketinget. I henhold til Bankpakke 1 etableres en garantiordning, som pengeinstitutter kan tilslutte sig mod betaling af en provision. Garantiordningen sikrer et pengeinstituts simple kreditorer (herunder indskydere) mod tab, hvis instituttet skulle gå konkurs eller træde i betalingsstandsning. Garantiordningen løber til udgangen af september 2010. Næsten alle danske pengeinstitutter tilslutter sig ordningen.

Som en del af Bankpakke 1 etablerer staten et selskab, der skal stå for afvikling af pengeinstitutter, som ikke opfylder kapitalkrav. Tab i afviklingsselskabet fordeles mellem pengeinstitutter og staten efter en nærmere fastsat fordelingsnøgle. Afviklingsselskabet får senere navnet Finansiell Stabilitet.

En valutakrise med kapitaludstrømning i oktober 2008 medfører, at Nationalbanken i en periode må opretholde en høj rente. Bunden er tæt på at gå ud af valutakassen, og der er betydelig frygt for, at fastkurspolitikken må opgives. Det er ikke længere muligt at rejse international finansiering ved at udstede korte pengemarkedspapirer i fremmed valuta. En feberredning iværksættes i form af statens udstedelse af 30-årige statsobligationer. Muligheden for placering i 30-årige danske statsobligationer gør det muligt for de danske pensionsinstitutter at sælge en tilsvarende mængde fordringer i euro, hvorved valutareserven styrkes. Først i november kan Nationalbanken begynde en politik med rentenedsættelser. En beskrivelse findes i Haggerty og Gupta (2022).

Kursfald på aktier og realkreditobligationer skaber i oktober 2008 krise for pensionsinstitutterne, hvilket medfører, at staten griber ind med forskellige tiltag, jf. nedenfor.

På trods af den statslige garanti i form af Bankpakke 1 er det kun gradvist, at tilliden til de danske pengeinstitutter vender tilbage. Pengeinstitutternes træk på Nationalbanken vokser fortsat frem til slutningen af november 2008. Det er først i december 2008 og de første måneder af 2009, at pengeinstitutterne gradvist mindsker deres træk på Nationalbanken, dvs. der sker en normalisering af likviditetssituationen.

Fra oktober 2008 er der klager fra erhvervsvirksomheder over, at de ikke længere kan få lån i danske finansielle virksomheder, og at kreditter bliver opsagt. Tre af de vigtigste erhvervsorganisationer – Dansk Industri, Håndværksrådet og Dansk Erhverv – fremhæver i november, at deres medlemmer oplever en stigende tilbageholdenhed med udlån, og at kreditter i visse tilfælde opsiges. I november 2008 fremsættes den tanke, at udlånstilbageholdenheden kan mindskes, hvis finansielle virksomheder tilføres mere ansvarlig kapital. Inspirationen kommer fra udlandet, hvor det er et hovedelement i de britiske og senere også i de amerikanske interventioner, at der skal være mere kapital i finansielle virksomheder. Regeringen afviser først tanken om statslige kapitalindskud, men stemningen vender, efter at nationalbankdirektør Nils Bernstein ved Finansrådets årsmøde i december 2008 går ind for tanken.

For at imødegå problemerne med udlånstilbageholdenhed vedtager Folketinget derefter i februar 2009 den såkaldte Bankpakke 2. I henhold til Bankpakke 2 tilbyder staten at indskyde hybrid kernekapital i danske kreditinstitutter (dvs. penge- og realkreditinstitutter samt Danmarks Skibskredit). Hybrid kernekapital er lånekapital, som er efterstillet andre lån i virksomhedens konkursorden. Den hybride kernekapital kan konverteres til aktiekapital, hvis den finansielle virksomhed ikke kan opfylde krav til kapital, og den kan ikke kræves tilbagebetalt af staten. Renten på den hybride kernekapital indskudt i henhold til Bankpakke 2 fastsættes ud fra en vurdering af risikoen i den pågældende finansielle virksomhed.

Udover statslige kapitalindskud indgår det som en del af Bankpakke 2, at selskabet Finansiell Stabilitet får mulighed for at indgå aftaler med penge- og realkreditinstitutter om at garantere for lån, som optages inden udløbet af 2010 med en løbetid på op til 3 år. Der åbnes herved mulighed for, at penge- og realkreditinstitutter kan få statsgarantier på lån, der løber frem til udgangen af 2013, dvs. udover tidspunktet for udløb af Bankpakke 1. Finansielle virksomheder betaler en provision for de supplerende garantier.

Endelig indgår det som en del af Bankpakke 2, at staten skal sikre rettidig betaling af alle forfaldne krav, der er på pengeinstitutter dækket af Bankpakke 1. Bestemmelsen indebærer en skærpelse af den garanti, som staten har givet i henhold til Bankpakke 1. Med tilføjelsen lover staten ikke alene at garantere for lån, men garanterer nu også, at de betales rettidigt.

Gennem den næste tid tilføres der statslig kapital for et beløb på 46,0 mia. kroner til 44 finansielle virksomheder. Hovedparten af kapitaltilførslen går til Danske Bank-koncernen, der modtager et statsligt kapitalindskud på i alt 26 mia. kroner. Der udstedes supplerende statslige garantier for et samlet beløb på 193,6 mia. kroner. De supplerende garantier går til 49 finansielle virksomheder.

På trods af bankpakkerne kommer det i de sidste måneder af 2008 og gennem 2009 til yderligere sammenbrud i pengeinstitutter. Vigtigst kommer Fionia Bank i problemer i februar 2009. I første omgang indskydes der statslig kapital, men senere i juni overtages Fionia Bank af Finansiell Stabilitet med henblik på afvikling.

Gennem 2009 bidrager det til at stabilisere situationen, at Nationalbanken i flere omgange sænker sin udlånsrente. Udlånsrenten sænkes fra 3,75 procent ved årsskiftet til 1,55 procent i juni 2009 og 1,20 procent ved udgangen af året. Den indenlandske efterspørgsel fortsætter dog med at falde gennem 2009 og når sit laveste niveau under krisen i 4. kvartal.

Sammenlagt falder den indenlandske efterspørgsel sæsonkorrigeret med 5,9 procent fra 4. kvartal 2007 til 4. kvartal 2009. Et omtrent tilsvarende fald (6,9 procent) finder sted i bruttonationalproduktet. Der er også et stort fald i priser på fast ejendom. Korrigeret for den almindelige prisudvikling falder prisen på enfamiliehuse med omkring 22 procent fra 4. kvartal 2007 til 4. kvartal 2009, jf. figur 9.

### 6.3. Forløbet af krisen: 2010-12

Fra 2010 er der ny økonomisk opgang, hvilket fortsætter ind i 2011. Den sæsonkorrigerede produktion vokser således med knap 4 procent fra 4. kvartal 2009 til 2. kvartal 2011, og boligpriserne stabiliserer sig. Opgangen bæres oppe af en stigning i eksporten, efterhånden som andre lande lægger finanskrisen bag sig. Medvirkende til opgangen er også en omfattende lempelse af finanspolitikken, der bidrager til at stabilisere det private forbrug. Det er på denne baggrund en udbredt forventning, at finanskrisen er overstået.

I lyset af den økonomiske fremgang vedtager de politiske beslutningstagere i maj 2010 Bankpakke 3. Bankpakke 3 indeholder en procedure for den fremgangsmåde, der skal følges, hvis et pengeinstitut efter udløbet af Bankpakke 1 (oktober 2010) ikke kan opfylde kapitalkravene. Proceduren indebærer, at samtlige aktiver samt en tilsvarende mængde ikke-efterstillede passiver overføres til et nyetableret selskab under Finansiell Stabilitet, hvorefter det nødlidende pengeinstitut erklæres konkurs eller på anden måde afvikles. Ved overførslen af aktiver til det nyetablerede selskab foretages der en foreløbig forsigtig vurdering. Kreditorer får løfte om en dækning af tilgodehavender svarende til den foreløbige vurdering af aktiverne. Hvis aktiverne efterfølgende afvikles til et højere beløb, får kreditorerne det overskydende beløb. Hvis afviklingen forløber mindre gunstigt end forudset ved den foreløbige vurdering, dækkes underskuddet af en fond (Indskydergarantifonden, senere Afviklingsformuen), der finansieres gennem bidrag fra pengeinstitutterne. Det er målet med Bankpakke 3, at staten ikke længere skal bidrage ved afvikling af pengeinstitutter, og at simple kreditorer (herunder indskydere) kan få tab.

I februar 2011 bryder Amagerbanken sammen. Sammenbruddet håndteres efter fremgangsmåden i Bankpakke 3. Indskyderne kommer herved til at lide tab. Det samme gentager sig ved sammenbruddet i Fjordbank Mors i juni 2011.

Sammenbruddene i Amagerbanken og senere i Fjordbank Mors medfører en stærk reaktion i udlandet. Bortset fra de islandske banker og en mindre hollandsk bank er Amagerbanken det første eksempel på et banksammenbrud i Europa, hvor simple kreditorer påføres tab. Som en konsekvens sænker det internationale kreditvurderingsbureau Moody's ratingen for en række danske banker. Flere ledende personer i finansverdenen ønsker på denne baggrund at omgøre Bankpakke 3.

Politikerne slår derefter bak i forhold til ambitionen om at holde staten ude af fremtidige bankkrak. I august 2011 vedtages Bankpakke 4. Bankpakke 4 forbedrer muligheden for statslig støtte i tilfælde af sammenbrud i pengeinstitutter, så risikoen mindskes for at påføre kreditorer (herunder indskydere) tab. I marts 2012 vedtages Bankpakke 5. Bankpakke 5 indebærer statslig støtte til FIH Erhvervsbank, så et umiddelbart sammenbrud undgås. FIH Erhvervsbank er ved udgangen af 2010 landets 8. største finansielle virksomhed regnet efter aktiver. Endelig i

oktober 2013 vedtages Bankpakke 6. I henhold til Bankpakke 6 får flere danske finansvirksomheder status som systemisk vigtige finansielle institutter.

Den danske økonomiske situation forværres igen fra midten af 2011. Gennem 2011 og 2012 ligger den indenlandske efterspørgsel og produktion på et nogenlunde konstant niveau, og der er nye store prisfald på fast ejendom. Priserne på enfamiliehuse når deres lavpunkt i 4. kvartal 2012, hvor de korrigeret for den almindelige prisudvikling er faldet med 30 procent i forhold til toppunktet i 3. kvartal 2007, jf. figur 9.

#### **6.4. Krisen i pensions- og forsikringssektoren**

Fra 2007 er der massive kursfald på aktier. Der er også store kursfald på realkreditobligationer. Kursfaldet på realkreditobligationer skyldes usikkerhed omkring den danske finansielle sektor. Usikkerheden får investorer til at lægge om fra realkreditobligationer til de mere sikre statsobligationer. Kursfaldene på aktier og på realkreditobligationer medfører en stor nedgang i de danske pensionsinstitutters reserver, og i flere institutter falder værdien af aktiver til under værdien af de forsikringsmæssige forpligtelser.

Til støtte for pensionsinstitutterne iværksættes der hjælpeforanstaltninger ved slutningen af oktober 2008. Vigtigst gennemføres der en ændring af fremgangsmåden ved beregningen af de forsikringsmæssige forpligtelser. Ændringen gør det lettere at opfylde krav om dækning.

Selv om hensynet er et andet, støtter det også pensionsinstitutterne, at staten i november 2008 som omtalt begynder at udstede 30-årige stående statsobligationer. De lange statsobligationer udgør et attraktivt investeringsobjekt for pensionsinstitutterne.

Den økonomiske usikkerhed i forbindelse med finanskrisen medfører, at selskaber, som udbyder kreditforsikring, ønsker at skære ned på omfanget af den tilbudte forsikring. Kreditforsikring er forsikring af kreditter, som ydes af erhvervsvirksomheder til købere af den pågældende virksomheds produkter. Problemerne med at opnå kreditforsikring udgør en hindring for erhvervsvirksomhedernes afsætning og hæmmer herved den økonomiske aktivitet. Staten griber ind ved at overtage en del af risikoen i forbindelse med forsikringen.

Pensionssektoren rammes af en ny krise i november-december 2011. Igen griber myndighederne ind gennem en ændring af fremgangsmåden ved opgørelsen af de forsikringsmæssige forpligtelser.

#### **6.5. Afslutningen af krisen**

Fra midten af 2013 kommer der et nyt økonomisk opsving. Medvirkende til omslaget er en ekspansiv pengepolitik, idet Nationalbanken i perioden efter juli 2012 – med undtagelse af nogle måneder ved midten af 2014 – opretholder negative renter på indskud. Nationalbanken presses til dette skridt af rentenedsættelser fo-

retaget af ECB, samt fordi markedet opfatter danske kroner som en skygge for en ny separat tysk valuta i det tilfælde, at euro-samarbejdet skulle bryde sammen.

Det økonomiske opsving fra 2013 er forholdsvis langsomt. I 2019 er bruttonationalprodukt og indenlandsk efterspørgsel vokset med henholdsvis 13,8 procent og 14,5 procent i forhold til 2013. Opgangen er derved markant mere afdæmpet end efter den forrige finanskrisen, hvor bruttonationalprodukt og indenlandsk efterspørgsel i perioden 1993-99 blev øget med henholdsvis 21,4 procent og 21,5 procent. Den gennemsnitlige vækst i produktion (bruttonationalprodukt) per indbygger ligger i årene 2013-19 på 1,4 procent, hvilket er under den gennemsnitlige vækst i 50 års-perioden 1974-2023 (1,5 procent). Målt per indbygger er det først i 2016, at bruttonationalproduktet når over niveauet i 2007.

Fra 2013 begynder også en ny stigning i boligpriserne, jf. figur 9. Fra 4. kvartal 2012 til 4. kvartal 2019 stiger priserne på enfamiliehuse i forhold til den almindelige prisstigning med 23 procent, hvilket er betydeligt under stigningen i perioden fra 4. kvartal 1992 til 4. kvartal 1999 (61 procent). Gælden i den ikke-finansielle sektor opgjort i forhold til sektorens disponible indkomst fortsætter med at falde også efter afslutningen af finanskrisen, jf. figur 10. Nedgangen kan hænge sammen med, at der gennemføres en række tiltag, som begrænser lånemulighederne. Kravet om at kunne betale et fastforrentet lån ved optagelse af et lån med variabel rente var særlig vigtigt, men også nye regler om god skik og udlån i vækstområder bidrog.

Tabene i den finansielle sektor ligger fortsat på et højt niveau i 2014 og 2015, jf. figur 3. Det sidste sammenbrud i et dansk pengeinstitut som følge af tab i forbindelse med krisen finder sted i Østjysk Bank i februar 2018.

## **6.6. En status for krisen**

Finanskrisen medfører et stort tab af efterspørgsel og produktion. I årene 2008-14 ligger den indenlandske efterspørgsel og bruttonationalproduktet i gennemsnit henholdsvis 2,2 procent og 2,4 procent under niveauet i 2007. I det hidtil mest autoritative studie på danske data dokumenterer Johannesen og Jensen (2017), hvordan finanskrisen får en betydelig effekt på husholdningernes mulighed for at få kredit.

Under finanskrisen bliver 40 pengeinstitutter enten akut nødlidende (dvs. de kan ikke opfylde kapitalkrav), eller de har sådanne problemer, at de må skønnes ikke at kunne overleve som selvstændige institutter. De 40 institutter repræsenterer en andel på 10,5 procent og 13,7 procent af henholdsvis indskud og udlån i sektoren af pengeinstitutter. Det er usikkert, hvor mange institutter der ville have været nødlidende, hvis staten ikke havde bidraget med omfattende hjælp.

Problemerne i de nødlidende og problemfyldte institutter håndteres på forskellig måde. I 26 tilfælde fusionerer det nødlidende pengeinstitut med et andet institut. I 5 af de 26 tilfælde sker fusionen med offentlig støtte. I 12 tilfælde afvikles nødlidende pengeinstitutter. Med undtagelse af Roskilde Bank sker afviklin-

gen efter de procedurer, der fastsættes gennem bankpakkerne. I ét tilfælde – nemlig Alm Brand Bank – løses krisen ved kapitaltilførsel fra ejeren, nemlig forsikringskoncernen Alm Brand. I et andet tilfælde, nemlig Vestjysk Bank, fortsætter et nødlidende pengeinstitut med statslig støtte. I tilfældet med Vestjysk Bank konverterer staten sine tidligere lån til aktiekapital, og Nationalbanken yder støtte ved at købe aktiver fra banken.

De samlede tab i den finansielle sektor udgør skønsmæssigt omkring 280 mia. kroner i perioden 2008-15.<sup>11</sup> Ses tabene i forhold til bruttonationalprodukt og bruttofaktorindkomst i de enkelte år, kan det akkumulerede tab opgøres til 15,3 procent af bruttonationalproduktet og 17,8 procent af bruttofaktorindkomsten. Der er ikke en opgørelse over fordelingen af tab på sektorer, men en stor del af tabene ligger på ejendomsprojekter. I Danske Bank er der uforholdsmæssigt store tab på irske og nordirske aktiviteter.

Udover tab på udlån er der andre omkostninger ved finanskrisen. I perioden 2008-15 er der for eksempel udgifter til personale og administration i afviklings-selskabet Finansiell Stabilitet på sammenlagt 10 mia. kroner, og der er også betydelige omkostninger til blandt andet advokatudgifter både hos staten og i de enkelte finansielle virksomheder. Staten får et stort tab ved udstedelsen af 30-årige statsobligationer, da renten på obligationerne (4 procent) i årene efter finanskrisen er højere end markedrenten.

Staten får en nettoindtægt fra sin deltagelse i Bankpakke 1 og 2, mens der er et betydeligt tab ved afviklingen af Roskilde Bank. Provisioner betalt af pengeinstitutterne i forbindelse med bankpakkerne kan fratrækkes ved institutternes betaling af selskabsskat. Indregnes dette tab af skatteindtægt i det samlede regnestykke, og antages det, at alle pengeinstitutter betaler fuld selskabsskat, har staten ved sin intervention i finanskrisen et provenutab på omkring 6,6 mia. kroner. Ses der bort fra statens tab af skatteprovenu i forbindelse med pengeinstitutternes provisionsbetalinger, har staten et nettooverskud på omkring 3,7 mia. kroner.

Ved en vurdering af statens engagement bør det tages i betragtning, at staten løber en stor risiko ved at garantere for pengeinstitutternes forpligtelser. Ved udgangen af 2008 havde de danske pengeinstitutter en samlet gæld (fratrullet efterstillet lånekapital) på 4.402 mia. kroner, hvilket svarer til 2,4 gange det danske bruttonationalprodukt. Gennem Bankpakke 1 udsteder staten en 2-årig garanti for dette beløb.

11. De samlede tab på udlån og garantidebitorer i den finansielle sektor er opgjort som summen af: (i) samlede nedskrivninger på udlån og garantidebitorer i perioden 2008-15 i pengeinstitutter, (ii) samlede nedskrivninger på udlån og garantidebitorer i perioden 2008-15 i realkreditinstitutter, (iii) tab i form af egenkapital og efterstillet kapital i kriseramte institutter, udgifter til medgift fra staten og Indskydergarantifonden ved videresalg af pengeinstitutter samt tab i Finansiell Stabilitet ved videresalg af pengeinstitutter, samt (iv) samlede nedskrivninger på udlån og garantidebitorer i perioden 2008-15 i datterselskaber i finansielle koncerner, der ikke er penge- eller realkreditinstitutter.

### 6.7. Finanskrisen fra 2008: Nogle perspektiver

Den finansielle sektor var ikke kommet gennem krisen uden hjælp fra staten. På en konference efter finanskrisen gjorde den tidligere cheføkonom i ECB, Otmar Issing, det klart, at der ikke længere ville eksistere en privat finansiell sektor, hvis det gik galt en gang til. Otmar Issing fik på et tidspunkt tilbudt kulturministerposten i Bayern af højrefløjspolitikeren Franz Josef Strauss, så han kan ikke beskyldes for at være venstreorienteret.

I løbet af 1990'erne havde Nationalbanken indført krav om sikkerhed ved lån til pengeinstitutter. Indførelsen af kravet skyldtes, dels at Nationalbanken i 1980'erne havde haft tab ved lån til to mindre banker, og dels at Nationalbanken havde fortrolig information fra Finanstilsynet om pengeinstitutter i problemer. Det sidste stillede Nationalbanken i en vanskelig situation. Skulle banken lukke for kredittilførslen til et pengeinstitut, hvor den kunne få tab, men dermed også fremskynde instituttets problemer? Løsningen blev at indføre krav om sikkerhed ved långivning.

Det havde været praksis i Nationalbanken at bede staten om garanti for lån til pengeinstitutter, som var i så alvorlige problemer, at støtte måtte finde sted uden sikkerhed. Der var ikke tale om et lovkrav, men banken sikrede gennem kravet om statsgaranti, at der var politisk opbakning til støtten. Hermed sikredes også en rollefordeling mellem Nationalbank og stat, så Nationalbanken varetog sin traditionelle rolle med at tilføre likviditet, mens staten dækkede udgifter.

Under finanskrisen udviste Nationalbanken stor kreativitet med hensyn til at stille likviditet til rådighed for den finansielle sektor. De første tiltag var i tråd med Bagehot-doktrinen om at stille rigelig likviditet til rådighed mod sikkerhed, jf. Bagehot (1873) samt Abildgren (2023). Senere foretog Nationalbanken udlån mod såkaldt overskydende solvens. Det var i praksis usikrede udlån og hverken i overensstemmelse med Bagehot-doktrinen eller med Nationalbankens politik de foregående år.

Nationalbanken fik under krisen mulighed for at foretage udlån også i US dollar og i euro. Muligheden indtraf, da først Federal Reserve og senere ECB tilbød swap-faciliteter, hvor Nationalbanken modtog US dollar og euro mod danske kroner. Den modtagne valuta blev formidlet videre til de danske pengeinstitutter.<sup>12</sup>

12. Den ene af artiklens to forfattere blev i efteråret 2008 kontaktet af en bekendt i Federal Reserve Bank of New York, som forfatteren gennem flere år havde haft løbende kontakt med. Henvendelsen angik, hvorvidt Danmarks Nationalbank havde interesse i etableringen af en swap-facilitet i US dollar. Forfatteren havde allerede i august 2007 skrevet til Bill Dudley, daværende chef for markedsafdelingen i Federal Reserve Bank of New York, med tilbud om at redegøre for udviklingen på de europæiske pengemarkeder i den indledende fase af finanskrisen. Kort tid efter blev der taget telefonisk kontakt. På et senere møde i Basel og efterfølgende i New York gav forfatteren udtryk for et ønske om etablering af swap-faciliteter, men fik på dette tidspunkt besked om, at det var for tidligt. En beskrivelse findes i Haggerty og Gupta (2022).

Adgangen til lån i US dollar og euro var stærkt tiltrængt, idet de amerikanske banker med adgang til likviditet i Federal Reserve under krisen ophørte med give lån i US dollar til europæiske banker. Dette udgjorde et problem for den danske finansielle sektor, idet danske banker traditionelt havde formidlet passiver i US dollar til danske institutionelle investorer, der havde store positioner i amerikanske aktiver. Hvis investorerne ikke længere kunne få sikret deres positioner mod valutakursudsving, ville de stå i den vanskelige situation at skulle vælge mellem enten at stå med en position uden valutasikring eller at skulle sælge amerikanske aktiver. Ønsket om at undgå et stort salg af amerikanske aktiver medførte, at det var i USA's egen interesse at tilbyde swap-faciliteter.

Som omtalt indebar Bankpakke 2, at staten gav tilsagn om rettidig betaling af pengeinstitutternes udestående fordringer. Tilsagnet om rettidig betaling var i realiteten mere, end staten kunne love. Danske Bank havde udstedt korte pengemarkedspapirer i US dollar for ca. 180 mia. kr. Hvis banken ikke betalte et bestemt papir på forfaldsdagen, ville beløbet på 180 mia. kr. forfalde, ligesom der yderligere ville forfalde ca. 350 mia. kr. i form af mellemfristet låntagning i US dollar, hvor der var klausuler om »cross default«. Disse beløb skal måles mod en valutareserve på mindre end 200 mia. kr.

Danmark kunne under krisen have lidt samme skæbne som Island, hvor bankernes forpligtelser medførte en statsbankerot. Da denne erkendelse gik op for Nationalbanken, blev der sørget for dagligt at have US dollars placeret i New York Federal Reserve, således at man var i stand til at betale ydelserne på Danske Banks pengemarkedspapirer. Midlerne blev aldrig brugt, men de skabte tryghed. Tilførslen af hybrid kernekapital til Danske Bank, jf. ovenfor, skal tilsvarende ses i lyset af behovet for at skabe tillid til banken.

Problemerne omkring den danske stats betalingsforpligtelser beskrives både i den officielle rapport vedrørende finanskrisen, den såkaldte »Rangvid-rapport« (Udvalget om finanskrisens årsager, 2013) samt i den seneste version af publikationen Dansk Pengehistorie (Abildgren, 2023). Ingen af de to fremstillinger videregiver imidlertid den krisestemning, som prægede perioden. Der var tale om den største økonomiske og finansielle risiko, som Danmark har stået overfor i efterkrigstiden. Nationalbanken og især nationalbankdirektør Nils Bernstein var afgørende for, at det ikke gik galt.

Etableringen i statsligt regi af et selskab for afvikling af pengeinstitutter skyldtes, at ECB havde anfægtet Nationalbankens rolle i håndteringen af Roskilde Bank. ECB kritiserede Nationalbanken med den begrundelse, at støtten for meget mindede om den forbudte monetære finansiering. Nationalbanken kastede herefter håndklædet i ringen og bad ministerierne finde en model for krisehåndtering, der ikke krævede Nationalbankens deltagelse. En beskrivelse findes i Haggerty og Gupta (2022).

Statens salg af 30-årige obligationer i 2008 har været omdiskuteret. Ifølge Lars Rohde, daværende direktør for Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP) og senere direktør for Nationalbanken, havde Nationalbanken forpligtet sig til at sælge obligationerne til en bestemt kurs. Et sådant skridt ville have været usædvanligt, da Nationalbanken hermed ville have afgivet løfte om at sælge et ubegrænset antal papirer til en bestemt kurs og derved have styret efter en bestemt rente. Opfattelsen i Nationalbanken var, at banken gav tilsagn om at sælge for op til 30 mia. kr. statsobligationer i danske kroner, så længe prisen var over et vist niveau, men ikke at sælge til den pågældende pris, hvis statsobligationerne kunne sælges til en højere pris. De modsatrettede synspunkter er et eksempel på, hvordan samtaler kan opfattes forskelligt. Diskussionen er beskrevet i Nielsen (2023).

Den globale finanskriser, der ramte i 2007-08, gav anledning til en betydelig opstramning af den internationale finansielle regulering, blandt andet i form af højere kapitalkrav og nye likviditetskrav for banker. Der synes herved at være skabt et mere robust system. Det er dog forbløffende, hvor kort tid der går, inden der stilles spørgsmål ved de nye tiltag. En diskussion findes i Berg, Boivin og Geroms (2025).

Udkastet til lovgivning i forbindelse med Bankpakke 3 blev skrevet af den tidligere direktør i Finanstilsynet, Henrik Bjerre-Nielsen. Han var inspireret af, at han havde anmeldt bogen »Finansernes fald« (Berg og Bech, 2009), hvor den ene af nærværende artikels to forfattere var medforfatter. I bogen var konstruktionen beskrevet. Beskrivelsen i bogen byggede på et besøg i USA i starten af 1990'erne, hvor forfatteren havde stiftet bekendtskab med ændringerne i den amerikanske indskydergaranti (FDICIA), der indeholdt samme konstruktion.

## 7. Nogle konklusioner

### 7.1. Årsager bag finanskriser

Som beskrevet har Danmark siden 1945 været ramt af to store finanskriser, nemlig dels en krise fra omkring 1988 til omkring 1994 og dels en krise fra 2008 til omkring 2015.

Der er betydelige ligheder mellem de to store nyere finanskriser. Under begge kriser er der omfattende tab på lån ydet til husholdninger og erhvervsvirksomheder. En væsentlig del af tabene opstår i forbindelse med fejlslagne projekter inden for fast ejendom. Under kriserne kommer det til sammenbrud i en række – både store og små – finansielle virksomheder.

Begge de to store finanskriser har karakter af gældskriser, hvor private aktører ikke kan leve op til forpligtelser i forbindelse med gæld, herunder manglende opfyldelse af kapitalkrav. Under begge kriser er der herudover perioder, hvor finansielle institutter har svært ved at rejse finansiering. Gældskriserne har altså sammenfald med likviditetskriser.

Der er forskelle mellem de to kriser med hensyn til, hvorfor og hvornår likviditetsproblemerne opstår. Under finanskrisen fra slutningen af 1980'erne til midten af 1990'erne optræder likviditetsproblemerne på et forholdsvis sent tidspunkt af krisen, nemlig særlig i 1992-93, hvor der blandt andet er massive udtræk fra Unibank, og hvor pengeinstitutter har svært ved at rejse finansiering. Likviditetsproblemerne har klar sammenhæng med gældskrisen, idet økonomiske aktører frygter, at pengeinstitutter ikke kan opfylde deres forpligtelser i forbindelse med betalinger på lån. Under finanskrisen fra 2008 rammes Danmark ikke alene af problemer med at opfylde gældsforpligtelser i forbindelse med fejlslagne projekter, men også af en international likviditetskrise, der med udgangspunkt i det amerikanske boligmarked medfører et stop for finansiering overalt i verden. Finanskrisen fra 2008 kan altså ses som resultatet af både indenlandsk skabte problemer i forbindelse med fejlslagne projekter samt som resultatet af en international likviditetskrise. De danske pengeinstitutter var særlig eksponerede overfor den internationale likviditetskrise, fordi de i perioden op til 2008 havde optaget store lån i udlandet.

Forud for begge de to store finanskriser er der perioder, hvor der er en stærk stigning i efterspørgslen, en markant vækst i låntagning, kraftige prisstigninger på fast ejendom og en udbredt stemning af optimisme. Det er fælles for begge kriser, at prisstigningerne på fast ejendom og perioderne med højkonjunktur følger efter ændringer, hvor der gives lettere adgang til boligfinansiering.

Ligesom det var tilfældet i perioden op til krisen i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne, var den makroøkonomiske styring op til 2008-finanskrisen ringe og med til at forstærke det efterfølgende forløb. Det hjalp dog, at Danmarks strukturelle position var markant bedre. Væk var store underskud på betalingsbalancens løbende poster og på statsfinanserne, og arbejdsløsheden var begrænset. Det lettede muligheden for at komme ud af finanskrisen.<sup>13</sup>

Modsat krisen i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne blev Danmark under den seneste finanskriseramt hårdere end Sverige og Norge. Under den forrige krise overtog den norske stat som omtalt landets tre største pengeinstitutter, mens Sverige stillede en statsgaranti for bankers indskud og andre forpligtelser samt indførte en ordning med mulighed for kapitalindskud i banker. Under den seneste finanskriser var det Danmark, der måtte ty til statsgarantier og kapitalindskud, og landets største bank kunne have trukket staten ned.

Det er svært ikke at forklare det forskelligartede forløb af de to kriser med de ændringer i finansiel regulering og tilsynspraksis, som fandt sted i Danmark i årene op til 2008-krisen. Finanstilsynet stod for ændringerne, men de skete på baggrund af politiske signaler og under pres fra finanssektoren.

13. Abildgren og Thomsen (2011) sammenligner de to kriseforløb og konkluderer i store træk det samme som denne artikel. Den første krise ramte et makroøkonomisk svagere Danmark, men i den anden krise havde det finansielle system større problemer.

Det er bemærkelsesværdigt, hvordan efterkrigstidens to store finanskriser har ligheder også med de finansielle kriser, der fandt sted før 1945. I en tidligere artikel (Østrup og Berg, 2025) har vi beskrevet, hvordan Danmark siden 1700-tallet har været ramt af en serie kriser, hvor private aktører har haft vanskeligheder med at leve op til gældsforpligtelser. Vi har endvidere beskrevet, hvordan kriserne har været kendetegnet ved forudgående perioder med høj økonomisk aktivitet, stigende gældsætning, aktivprisstigninger og optimisme. Det er videre karakteristisk, at der under gældskriserne er vanskeligheder med at rejse finansiering, dvs. gældskriserne er kombineret med likviditetskriser. Begge de to store finanskriser efter 1945 passer ind i dette skema. Særlig stor er ligheden med finanskrisen i 1907-08, der også tog udgangspunkt i et overophedet københavnsk ejendomsmarked.

Svarende til den seneste finanskrise har der også tidligere været situationer, blandt andet i 1799 og 1857-58, hvor internationale likviditetskriser gør det svært også for danske aktører at rejse finansiering.

De danske kriser har ligheder også med finanskriserne i andre lande, jf. Reinhart og Rogoff (2009). Eftertidskrigens danske finansielle kriser bekræfter konklusionen hos Reinhart og Rogoff (2009), hvordan der forud for kriser er en tro på, at denne gang er anderledes.

Både før finanskrisen i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne samt før finanskrisen fra 2008 er det et udbredt diskussionsemne, hvorvidt ejendomspriserne kan holde, og der er også bekymring over gældsætningen. Det er på denne baggrund vanskeligt at se kriserne som et resultat af begivenheder, der enten ikke kan forudses, eller som kun optræder med en lille sandsynlighed. Det er derfor svært at forene kriserne med en rationel forventningsdannelse. Derimod kan kriserne – i lighed med de tidlige danske kriser – forklares med en kort forventningsdannelse hos økonomiske aktører, dvs. at økonomiske aktører i deres forventningsdannelse tillægger det en uforholdsmæssig stor sandsynlighed, at en aktuel økonomisk situation vil fortsætte. For eksempel opstår der i perioder med prisstigninger på fast ejendom en forventning om fortsatte prisstigninger, og de økonomiske aktører iværksætter projekter, der er baseret på denne forventning. Opgangen i priserne på fast ejendom medfører på denne baggrund en selvforstærkende proces med byggeri, større forbrug, låntagning og optimisme. Når udviklingen vender, kommer der tab.

Som beskrevet har Færøerne siden 1945 gennemlevet to bankkriser, nemlig en første krise i begyndelsen af 1950'erne med sammenbrud i Sjóvinnubankin og en senere krise i begyndelsen af 1990'erne med sammenbrud i både Sjóvinnubankin og Føroya Banki. De færøske bankkriser indtræder efter perioder med højkonjunktur i det færøske fiskeri. Igen synes en kort forventningsdannelse at gøre sig gældende. I forventning om fortsat højkonjunktur igangsættes der på Færøerne en mængde projekter, som efterfølgende slår fejl.

En kort forventningsdannelse kan forklare også pensionsinstitutternes krise i 2001-02. Krisen indtræder, efter at institutterne gennem en årrække med kursstigninger har øget andelen af aktieinvesteringer. Pensionsinstitutternes problemer under den seneste finanskriser kan tilsvarende ses som en konsekvens af manglende forudseenhed i forhold til den situation med frasalgt af realkreditobligationer, som opstod i efteråret 2008. Sammenbruddet inden for kreditforsikring i 2008 kan ses som et udtryk for, at et forsikringsmarked ikke kan fungere i et miljø, hvor det ikke er muligt at tillægge sandsynligheder til fremtidige forløb.

Afgørende for de danske finanskrisers omfang er institutionelle faktorer. Det har været omtalt, hvordan blandt andet en ændret ledelseskultur i finansielle virksomheder i 1980'erne medvirker til væksten i udlån og til, at der tages større risici. Det har ligeledes været omtalt, hvordan flere institutionelle faktorer – blandt andet en overdreven tro på makroøkonomiske modeller – forud for den seneste finanskriser bidrager til udlånsstigningen og til en forøgelse af risikotagningen, jf. Berg og Bech (2009).

## **7.2. Forebyggelse af finanskriser**

Det har været argumenteret, at en kort forventningsdannelse hos økonomiske aktører kan forklare finansielle kriser. Det må antages, at også virksomhedsejere vil have en kort forventningsdannelse. Det må på denne baggrund ventes, at aktionærer ikke vil være i stand til at føre kontrol med og skride ind over for risikobetonet adfærd i finansielle og ikke-finansielle virksomheder. Det er altså vanskeligt at basere sig på aktionærkontrol som et middel til at hindre finanskriser. Forebyggelse af finanskriser må derfor basere sig på et proaktivt finanstillsyn samt regulering, der sikrer tilstrækkelig kapital og likviditet mv.

## **7.3. Konsekvenser af finanskriser**

Det er kendetegnende for både finanskrisen i 1980'erne og 1990'erne og for 2008-finanskrisen, at der er store økonomiske konsekvenser i form af langvarige perioder med lavkonjunktur og nedgang i priser på fast ejendom. Der er yderligere store konsekvenser i form af tab hos økonomiske aktører. Tabene afspejler en forværet ressourcefordeling i perioderne op til de to kriser.

Som omtalt kan penge- og realkreditinstitutters tab i perioden 1988-97 akkumuleret over de enkelte år opgøres til 13,7 procent af bruttofaktoringkomsten, hvortil kommer betydelige – men ikke kvantificerbare – tab på privatinvestorers pantebrevsbeholdninger og på udlån i den uregulerede finansielle sektor. I 2008-15 udgør tabene i penge- og realkreditinstitutter med koncernforbundne selskaber akkumuleret over de enkelte år 17,8 procent af bruttofaktoringkomsten. De to opgørelser placerer de nyere finanskriser blandt de største i dansk finansiel historie. Som omtalt i vores artikel om de tidlige danske finanskriser (Østrup og Berg,

2025) udgør akkumulerede tab i danske penge- og realkreditinstitutter under 1920'ernes finanskriser 15,5 procent af bruttofaktoriindkomsten, mens tabene i forbindelse med krisen i 1907-08 er langt lavere.

Som beskrevet i artiklen har Danmark siden 2. verdenskrig oplevet problemer i pensionssektoren dels i 2001-02 og dels i 2008 og 2011. Tab i pensionsinstitutter vil på sigt medføre lavere pensioner. Hvis økonomiske aktører agerer rationelt med henblik på forbrugsmaksimering over deres levetid, vil en forventet nedskæring af fremtidige pensioner føre til en umiddelbar reduktion i de berørte personers forbrug. Alternativt kan det imidlertid tænkes, at økonomiske aktører enten har en kort tidshorisont eller på grund af manglende gennemsigthed ikke har begrundede forventninger til fremtidige pensionsudbetalinger. I dette sidste tilfælde vil tab i pensionsinstitutter på den korte bane kun i begrænset omfang påvirke det private forbrug.

#### **7.4. Håndtering af finanskriser**

Under de nyere finanskriser iværksættes der statslig intervention. Interventionen er mest omfattende under krisen fra 2008, hvor staten med Bankpakke 1 udspænder en garanti for pengeinstitutternes forpligtelser, med Bankpakke 2 indskyder ansvarlig kapital i finansielle virksomheder og med Bankpakke 5 giver støtte til FIH Erhvervsbank. Pensionsinstitutternes krise i 2001-02 samt i 2008 og 2011 imødegås gennem lempelser i den finansielle regulering.

Under krisen i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne mindsker det behovet for statslig intervention, at finansielle virksomheder længe er ivrige efter at overtage nødlidende institutter. Der er imidlertid offentlig intervention blandt andet i forbindelse med stormen på Unibank i 1992 samt det senere sammenbrud i Varde Bank. Endvidere griber staten ind ved at sænke kravene til realkreditinstitutternes kapital, hvilket gør det lettere for institutterne at opfylde kravene uden at skære ned på lån.

Den statslige intervention under de seneste finanskriser ligger i forlængelse af erfaringerne fra tidligere kriser. Således har staten i større eller mindre omfang intervereret under samtlige kriser, der har ramt danske private aktører tilbage til 1700-tallet. Selv om de statslige interventioner ender med overskud eller uden betydende tab, kan de udsætte offentligheden for store risici. På trods af, at Danmarks økonomi på mange områder var i god gænge op til finanskrisen i 2008, så var Danmark tættere på en statsbankerot end i næsten 200 år.

Der har i Danmark været en stærk tro på, at Bankpakke 3 og det senere EU-direktiv om afvikling af banker (Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD) vil muliggøre en mere smidig afvikling af pengeinstitutter, så der ikke fremover vil være behov for tilførsel af statslige midler. I stedet har det været hensigten, at kreditorer gennem nedskrivninger skulle finansiere underbalancer

og sikre, at en bank eller i det mindste dens aktiviteter kunne fortsætte umiddelbart efter nedskrivningen. Den ene af denne artikels forfattere har været fortaler for denne tilgang, jf. Berg og Lind (2023). Det er imidlertid en kendsgerning, at Danmark står temmelig alene med dette synspunkt i EU. Generelt er der blandt europæiske tilsyns- og afviklingsmyndigheder en modvilje mod at skride ind tidligt. Det skyldes, at tilsynsmyndigheder ofte vil blive genstand for kritik, hvis de lukker en bank. Indgreb vil derfor i praksis kun finde sted, hvis der er et run. Underbalancer må derfor også i fremtiden ventes dækket ved tilførsel af statslige midler. Der er for tilsynsmyndighederne et incitament til at holde en bank i live så længe som muligt.

Som omtalt kommer pensionsinstitutterne i krise i 2001-02 og igen i 2008 og i 2011. Kriserne løses gennem regulatorisk overbærenhed. Problemer i pensionssektoren er umiddelbart lettere at håndtere end tilsvarende problemer i banksektoren. Der er større mulighed for at udvise regulatorisk overbærenhed, fordi passiverne er mindre likvide end i banksektoren.

Statslig intervention har været et kendetegn for dansk økonomi også efter den seneste finanskrisen. Da spredningen af coronavirus (Covid-19) i marts 2020 truede med at udløse et økonomisk sammenbrud, blev der således igen iværksat en omfattende intervention, blandt andet i form af tiltag, som skulle sikre, at erhvervsvirksomheder fortsat kunne rejse likviditet. Svarende til forløbet under finanskrisen fra 2008 var der igen i 2020 optræk til stop for kreditforsikring. På ny intervernerede staten ved at overtage en del af selskabernes risiko. En oversigt over de forskellige tiltag i forbindelse med corona-epidemien findes i Østrup (2021). Den statslige intervention har i de seneste år – modsat tidligere praksis – rettet sig også mod redning af enkeltvirksomheder (SAS, Ørsted).

Gennem de sidste årtier har andre dele af den finansielle sektor fået større betydning i forhold til penge- og realkreditinstitutter. Den danske liv- og pensionssektor er således vokset betragteligt, især efter indførelsen af arbejdsmarkedspensioner i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne. Balancerne i liv- og pensionssektoren er på vej mod to gange bruttonationalproduktet. Samtidig påkalder skyggebankssektoren sig stigende opmærksomhed. Der er sket en stigning i danskeres investeringer i aktier, herunder gennem investeringsforeninger.

Tilsammen har disse ændringer medført, at vi har fået et finansielt system, hvor finansiell stabilitet afgøres ikke alene af tilstanden i pengeinstitut- og realkreditsektoren, men også i andre sektorer, samt ikke mindst af det meget lidt gennemsigtige samspil mellem banker og den øvrige finansielle sektor. I brede træk er der sket en tilsvarende udvikling i andre lande. Internationalt tales der på denne baggrund om nødvendigheden af at forstå den såkaldte skyggebankssektor og være opmærksom på de risici, som den kan fremkalde. Problemerne er belyst i BCBS (2025).

Det har været en gennemgående historie i denne artikel, at finansielle kriser påvirker samfundet, og at staten herved bliver involveret. Det må ventes også at blive tilfældet, når risikoen ligger andre steder end i banksektoren. Forløbet af de danske finanskriser viser, at kriser – hvis de er tilstrækkelig store – bliver et samfundsmæssigt problem, også selv om de er skabt i den private sektor. Det er på denne baggrund sandsynligt, at vi i fremtiden vil se nye eksempler på statslig intervention.

Det er en vigtig lære fra de danske finanskriser siden 1945, at den finansielle sektor er blevet så stor, at alvorlige problemer i sektoren udgør en risiko selv for en ellers veldrevet økonomi. Den finansielle sektor er som et atomkraftværk. I gode tider bidrager den positivt til samfundet og dets udvikling. Hvis det går galt, kan konsekvenserne være katastrofale.

## Litteratur

- Abildgren, K. (2023): *Dansk pengehistorie 2005-2020*. Danmarks Nationalbank.
- Abildgren, K. og J. Thomsen (2011): En fortælling om to bankkriser. *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2011, Del 1, s. 121-138.
- Bagehot, W. (1873): *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Henry S. King & Co.
- BCBS (Basel Committee on Banking Supervision) (2025): *Banks' interconnections with non-bank financial intermediaries*. Basel Committee on Banking Supervision.
- Berg, J. (2022): Regulation and Supervision of the Danish Pension System. I T. Andersen, S. E. Hougaard Jensen og J. Rangvid (red.), *The Danish Pension System: Design, Performance, and Challenges*. Oxford University Press, s. 157-179.
- Berg, J. og M. L. Bech (2009): *Finansernes fald*. Gyldendal.
- Berg, J., N. Boivin og H. Geeroms (2025): *The quickly fading memory of why and when bank capital is important*. Bruegel, Working Paper, Issue 04/2025.
- Berg, J. og S. U. Lind (2023): *Why there is no need to stray from the original ideas behind the Bank Recovery and Resolution Directive*. SUERF – The European Money and Finance Forum, SUERF Policy Note, Issue No 306, March 2023.
- Danmarks Nationalbank (2008): *Finansiel stabilitet*. Danmarks Nationalbank.
- Danmarks Statistik (1969): *Kreditmarkedsstatistik*. Statistiske Undersøgelser Nr. 24.
- Haggerty, M. og S. Gupta (2022): YPFS Lessons Learned Oral History Project: An Interview with Jesper Berg. *Yale School of Management, YPFS Resource Library*.
- Hansen, S. Aa. (1974): *Økonomisk vækst i Danmark, Bind II: 1914-1970*. G.E.C. Gads Forlag.
- Johannesen, N. og T. L. Jensen (2017): The Consumption Effects of the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Households in Denmark. *American Economic Review*, Volume 107, No. 11, 2017, s. 3386-3414.
- Mølgaard, E. (2003): *Vagthund og syndebuk*. Børsens Forlag.
- Møller, M. og N. C. Nielsen (1997): *Dansk realkredit gennem 200 år*. BRF Kredit.
- Nielsen, S. Aa. (2023): *Lars Rohde: Økonomen der forandrede Danmark*. Forlaget Underskoven.
- Pozdena, R. J. (1990): *Bank Failures, Danish Style*. FRBSF Weekly Letter, August 3, 1990.
- Udvalget om finanskrisens årsager (2013): *Udvalgsrapport om årsagerne til den finansielle krise*. Erhvervs- og Vækstministeriet.
- Økonomiministeriet (1994): *Den danske pengeinstitutsektor*. Schultz Information.
- Økonomiministeriet (1995): *Redning af pengeinstitutter siden 1984*. Schultz Information.
- Østrup, F. (1989): *Det finansielle system i Danmark*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

- Østrup, F. (2008): *Finansielle kriser*. Karnovs Forlag.
- Østrup, F. (2010): *Det finansielle system*. Thomson Reuters.
- Østrup, F. (2021): *Danske finansielle kriser siden 2000*. Karnovs Forlag.
- Østrup, F. (2023): *Danske finanskriser fra 1311 til 2000, Bind III*. Forlaget Historia.
- Østrup, F. og J. Berg (2025): Tidlige danske finanskriser. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*. Volume 1.