

Nils Bernsteins tale ved Realkreditforeningens årsmøde, onsdag den 24. marts 2010

DET TALTE ORD GÆLDER

Verdensøkonomien er i fremgang. Opsvinget er forsigtigt, og selv om nøgletallene ikke er entydige, synes fremgangen lidt stærkere end forventet i efteråret. Fremgangen er stærkest i de nye vækst- og udviklingsøkonomier, mens den er lidt mere afdæmpet i Europa. Der tegner sig det overordnede mønster, at det økonomiske tilbageslag har været størst i de regioner, hvor den finansielle sektor i særlig grad har været eksponeret over for opskruede aktiver.

Udviklingen har endnu ikke betydet en vending på arbejdsmarkedene i USA og Europa.

Fremgangen i den internationale økonomi skyldes først og fremmest, at mange lande fortsat fører en meget ekspansiv finans- og pengepolitik. De ekstraordinære pengepolitiske tiltag er langsomt ved at blive udfaset. Men det er kun de færreste centralbanker, der er begyndt at sætte renten op.

De offentlige finanser er forværret over alt i industrilandene. Og de fleste EU-lande ventes i år at få et budgetunderskud på mere end 3 pct. af BNP. De har dermed udsigt til at komme i den særlige underskudsprocedure, som retter fokus mod konsolidering og ikke efterlader store manøvre- muligheder for at understøtte opsvinget yderligere, hvis det skulle vise sig ikke at være selvbærende.

Udviklingen i Grækenland er et kapitel for sig. Manglende tillid til, at Grækenland ved egen hjælp kan få rettet op på de offentlige finanser har markant forøget forsikringspræmien for lån til den græske stat. Irland og Letland er eksempler på, hvor kraftige indgreb, der skal til, hvis tilliden skal genvindes.

Også herhjemme forventer vi kun en langsom og tøvende fremgang i økonomien. Vi vil fortsat kunne opleve bump på vejen. Væksten i år vil ikke være nok til at standse stigningen i ledigheden. Der er stor ledig kapacitet i virksomhederne, og ledigheden ventes at stige et års tid endnu

Danmark er en lille åben økonomi, og omkring hvert fjerde job er direkte eller indirekte afhængig af eksporten. Lønkonkurrenceevnen spiller derfor en stor rolle i dansk økonomi, og krisen har betydet svage eksportmarkeder og dermed svage afsætnings- muligheder.

Forværringen af lønkonkurrenceevnen har betydet tab af markedsandele. Tabet har været forholdsvis stort, sammenlignet med mange af de lande, vi normalt sammenligner os med. Der er en klar tendens til, at lande med den største forværring af konkurrenceevnen også er dem, der klarer sig dårligst på eksport- markederne.

Overenskomstforhandlingerne har fundet sted under indtryk af stigende arbejdsløshed og stor usikkerhed om den økonomiske udvikling. Der er udsigt til en svagere lønstigningstakt end i tidligere år. Hatten af for det. Men næppe en ændring af konkurrence- situationen. Det er en træg proces at flytte forventningerne til udviklingen i reallønnen efter en periode med et stærkt arbejdsmarked. Og samtidig en tydelig illustration af problemerne når efterspørgslen når et uholdbart højt niveau.

De finansielle forhold er stærkt ekspansive, med en historisk lav kort rente. Korrigeret for skat og inflation er realrenten på et rentetilpasningslån i øjeblikket meget lav. Det understøtter boligmarkedet. Vor vurdering er, at boligmarkedet er i langsom bedring, og at pristilpasningen er overstået ved det nuværende lave renteniveau. Der er spirende optimisme blandt potentielle købere.

Jeg plejer ikke at give mig til at spå om den fremtidige renteudvikling offentligt. Men i dag vil jeg gøre en undtagelse. Jeg er ret sikker på, at renten på 1-årige rentetilpasningslån ikke varigt vil kunne holde sig på det nuværende lave niveau. Hvornår den vil stige, vil jeg ikke give et bud på. Men jeg vil fraråde boligejere og andre at spænde buen så hårdt, at økonomien kun kan løbe rundt ved den nuværende meget lave rente.

Udviklingen er skrøbelig over for en normalisering af renten og stigende ledighed. Fortsætter den lave vækst i euroområdet den kommende tid, vil det imidlertid udskyde tidspunktet for normalisering af renteniveauet. Omvendt vil en stærkere økonomisk vækst kunne få renten til at stige, men i så fald vil ledigheden stabiliseres og måske begynde at falde.

Udviklingen på boligmarkedet har sammen med stigende aktiekurser bevirket, at husholdningernes formuer igen er stigende. Sammen med fortsat pæn vækst i de disponible indkomster og mere positive forbrugerforventninger får det os til at se mere positivt på udsigterne for udviklingen i det private forbrug.

Faldet i forbruget under krisen har været større herhjemme end i de fleste andre lande. Det er sket på trods af pænt stigende indkomster. Forbrugskvoten har dermed taget et dyk, og ligger nu på et meget lavt niveau. Det åbner sammen med en generel stabilisering af den økonomiske udvikling og den svagt positive stemning op for, at tilliden vender tilbage, og at fremgangen i de disponible indkomster omsættes i forbrug og boliginvesteringer. Indika-

torerne for det private forbrug for de første måneder af året tyder dog ikke på nogen stærk vending.

Den lave rentes stimulering af økonomien sker gradvis over en periode på flere år. Der ligger derfor en underliggende ekspansiv effekt på økonomien fra renten i de kommende år. Det samme gælder fra finanspolitikken, hvor tidligere års ekspansion ikke er slået fuldt igennem endnu. En begyndende konsolidering af de offentlige finanser vil derfor næppe ændre billedet af en økonomi i langsom bedring.

For finanspolitikken er udfordringerne nu så store, at konsolidering er en nødvendighed i de kommende år, hvis vi skal undgå en uholdbar stigning i den offentlige gæld. Der er ingen vej uden om - også selv om der stadig er megen ledig kapacitet i økonomien.

Hertil kommer en svækkelse af lønkonkurrenceevnen, stort udgiftspres, højt skattetryk, lav produktivitetsudvikling og lavt arbejdsudbud. Der er betydelige udfordringer for dansk økonomi, som trænger sig på og rækker langt ud over det konjunkturrelle.

Og så til realkredit.

Den internationale finansielle krise har vist, at der er behov for, at finansielle institutioner får mere ansvarlig kapital til at stå imod med, og større og mere stabile likviditets-reserver. Begivenheder, som risiko-styringsmodellerne anså for meget lidt sandsynlige, fandt alligevel sted.

Der foregår i øjeblikket et internationalt arbejde, hvor man søger at udarbejde og blive enige om nye regler, som kan adressere de problemer, som krisen har afdækket.

Det er vigtigt, at der opnås enighed på tværs af landegrænser og regioner, så vilkårene for finansiell virksomhed så vidt muligt er de samme, uanset hvor det foregår.

For Danmarks vedkommende ser det ud til, at vores realkreditsystem, som er særegent, kan blive stillet over for udfordringer, som vi vil stå ret alene med. Det er derfor vigtigt, at vi nøje overvejer, hvor vi vil sætte kræfterne ind, for at tilpasse de ny regler til vores særlige forhold.

Jeg vil her koncentrere mig om de væsentligste forhold, som vi ser dem i dag.

I forslagene til likviditetsregulering lægges der op til en sondring mellem aktiver efter likviditetsgrad. Stats-obligationer og fordringer på centralbanker, internationale organisationer m.v. anses for fuldt likvide, mens erhvervsobligationer og realkreditobligationer højst kan indregnes med 50 pct. Endelig er der aktiver, der ikke kan medregnes.

Fra dansk side vil vi arbejde for, at realkreditobligationer kan medregnes blandt fuldt likvide aktiver, såfremt deres likviditet er sammenlignelig med statsobligationer. Det er likviditeten – også under stressede forhold, der må være afgørende.

Vi mener at kunne påvise, at danske realkredit- obligationer i vid udstrækning kan tåle sammenligning med statsobligationer. Og det vil vi gøre.

Et andet forhold vedrører mere specifikt rentetilpasningslån. Under den finansielle krise oplevede finansielle institutioner generelt, at deres finansieringskilder i markedet tørrede ud. Det var baggrunden for, at mange regeringer fandt det nødvendigt at give statsgarantier for lån til finansielle institutioner.

De regler, der nu ligger på tegnebrættet, stiller derfor krav til, at finansieringen er stabil. Definitionen af stabil finansiering medfører, at danske realkreditobligationer med en restløbetid under et år ikke kan medregnes. Samtidig kræves det, at udlån med en løbetid over et år er dækket af med stabil finansiering.

En sådan regel sætter fingeren på den risiko, der er forbundet med de danske rentetilpasningslån. Det er jo 30-årige lån, der finansieres med korte obligationer, hovedsageligt med et års løbetid. Hvert år skal det udstedende institut ud og refinansiere lånet.

I første omgang kan risikoen væltes over på låntagerne, såfremt de kan bære den. Hvis ikke vender den jo tilbage til långiver. Vi kommer ikke uden om, at der er en reel risiko ved udformningen af de danske rentetilpasningslån. En konstruktion, som indebærer, at der én gang om året skal refinansieres for mere end 500 mia. kr. korte obligationer til at finansiere 30-årige lån.

Jeg vil ikke i dag spå om, hvorvidt den endelige udformning af Basel-reglerne i det lange løb vil umuliggøre en videreførelse af rentetilpasningslånene, som vi kender dem i dag.

I den situation tror jeg, at det vil være konstruktivt, om sektoren selv søger andre løsninger, der er mere i overensstemmelse med traditionel realkredit.

Endelig et par bemærkninger til danske diskussioner.

Jeg har forstået, at der arbejdes for, at lempe kravene til danske særligt dækkede obligationer, hvis lånet på grund af ejendomsprisfald kommer til at udgøre mere end 80 pct. af ejendommens værdi. Den såkaldte LTV regel. I dag er det således, at hvis ejendommens værdi falder, og SDO lånet derved kommer til at udgøre mere end 80 pct. af den pågældende ejendoms værdi, skal det udstedende institut fremskaffe yderligere sikkerheder i tillæg til ejendomspantet.

Jeg anser det for meget lidt sandsynligt, at en sådan lempelse vil kunne op-

nås. Og er i tvivl om det i givet fald vil gavne dansk realkredit på længere sigt.

Vi må ikke så den mindste tvivl om kvaliteten af danske SDO'er.

SDO-lovgivningen har givet bankerne mulighed at give investorer i særligt dækkede obligationer separatiststilling til en række aktiver på bankernes balance. Denne konstruktion gør særligt dækkede obligationer til et langt mere sikkert aktiv end senior gæld udstedt af en bank. Bankerne kan derfor benytte SDOer til at opnå finansiering med lang løbetid, uden at dette bliver prohibitivt dyrt. Bankerne kan bruge SDOer, som et redskab til at få et bedre løbetids-match mellem aktiv- og passivside, og dermed reducere deres likvidetsrisiko. SDOer er derfor et finansieringsredskab, der bl.a. kan hjælpe bankerne med at leve op til den fremtidige likviditetsregulering. Nationalbanken kan derfor ikke støtte tanker om at afskaffe denne mulighed.

Med disse ord vil jeg på Danmarks Nationalbanks vegne takke Realkreditforeningen for godt samarbejde i årets løb.

Tak for opmærksomheden.