

## **Nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale ved Finansrådets årsmøde, mandag den 30. november 2009**

### ***Det talte ord gælder***

Recessionen i verdensøkonomien ser nu ud til at være slut. Væksten er igen positiv i de fleste OECD-lande. Verdenshandelen er så småt ved at komme i gang igen efter et kraftigt dyk.

For Danmarks vedkommende har vi på nuværende tidspunkt alene et foreløbigt overblik over, hvordan det gik i første halvår. Hvordan det er gået siden forsommeren, har vi ikke fuldt overblik over endnu. Men efter Nationalbankens bedste skøn er Danmark nu også langsomt på vej ud af recessionen, som startede omkring årsskiftet til 2008.

Her i landet nåede vi midt på året, efter alt at dømme, et lavpunkt for den samlede produktion, som lå mere end 7 pct. lavere end det seneste toppunkt i 2007.

De fleste prognoser viser, at vi kun langsomt vil bevæge os fremad igen, og efter vores vurdering vil vi tidligst engang i 2013 nå det produktionsniveau, vi slap i 2007. Med stor uudnyttet kapacitet i erhvervslivet vil arbejdsløsheden vokse det næste års tid eller mere.

Meget vil afhænge af, hvornår forbrugerne får købelysten tilbage, og hvor meget eksporten igen vil bidrage til væksten. Lige nu er det især de omfattende stimulipakker her og i udlandet og lagertilpasninger, som har standset tilbagegangen, og skubber økonomien fremad igen. Vi har endnu til gode at se om fremgangen bliver selv bærende, når vækstpakkerne og den ekspansive finanspolitik og pengepolitik ophører. Der er usædvanlig stor usikkerhed knyttet til forløbet de kommende år – meget kan gå galt – men det er vores bedste skøn, at det nu vil gå langsomt fremad.

En af de udfordringer vi er oppe imod er finansieringen af de store statsunderskud, som er modstykket til den ekspansive finanspolitik her i landet og i udlandet. Hvis tilbagerulningen af den ekspansive finanspolitik sker for sent, kan frygten for gældsspiral og inflation føre til stigende rente. Hvis tilbagerulningen derimod sker for tidligt, kan de finansielle markeder igen komme under stærkt pres. Nye hjælpepakker kan blive nødvendige.

Denne balanceakt er i høj grad et spørgsmål om at opnå investorernes tillid til, at den fremtidige økonomiske politik er holdbar.

Svifter tilliden, vil renterne stige med risiko for at skabe en nedadgående spiral med større budgetunderskud og øgede renteudgifter. Risikoen herfor kan lægge en dæmper på væksten. Det er derfor væsentligt at udarbejde en holdbar plan for konsolidering af de offentlige finanser. Og en holdbar og troværdig plan kræver ikke blot enighed om målene – men også om midlerne.

\* \* \*

Nu hvor den finansielle krise er på retur, giver det mening at se på forløbet i perspektiv. Og gøre sig nogle overvejelser om hvilken lære, der kan drages af begivenhederne. Vi taler om den alvorligste finansielle krise siden 30'erne, så det er oplagt, at der vil blive skrevet tykke og lærde bøger om årsagerne hertil.

Jeg vil i dag blot konstatere, at et kraftigt økonomisk opsving i USA, i første omgang hjulpet af skattelettelser og en meget lempelig pengepolitik spredte sig til resten af verdenen samtidig med, at den kinesiske økonomi voksede i betydning.

Den amerikanske økonomi blev stærkt båret af optimisme og købelyst hos den amerikanske forbruger, mens den kinesiske økonomi fik sin styrke gennem en imponerende eksportvækst og massive erhvervsinvesteringer. USA fik et meget betydeligt underskud på betalingsbalancen, som finansieredes i betydeligt omfang af overskud i Kina, og i de olieproducerende lande, som nød godt af en kraftig vækst i verdensøkonomien. Likviditeten i det finansielle system verden over blev billig og rigelig. Jagten på afkast tog mange former, og risikovilligheden var stor.

\* \* \*

Denne udvikling påvirkede også os her i Danmark. Som en lille og åben økonomi nød vi godt af det internationale opsving. Den rigelige likviditet i de internationale kapitalmarkeder betød, at bankerne kunne supplere de traditionelle indlån med låntagning i udlandet, som basis for stærkt stigende udlån. Ved siden af traditionel erhvervsfinansiering bar udviklingen præg af opsving i nybyggeri og modernisering – ikke mindst på boligområdet. De gunstige konjunkturer betød også, at aktiviteterne i den finansielle sektor i stigende grad gik ud over landets grænser, hvor der foretoges opkøb af banker i hidtil uset omfang.

Mange bankers stigende låntagning i udlandet gjorde sektoren afhængig af fortsat adgang til international likviditet.

De rigelige og billige lånemuligheder gav ekstra kraft til opsvinget. Det danske opsving næredes af eksport, privatforbrug og investeringer, og fik samtidig medløb af offentligt forbrug. Dansk økonomi nåede grænsen for egen formåen i slutningen af 2007, uafhængigt af den begyndende finansielle krise, og var selvstændigt på retur, da Lehmann Brothers kollapsede i september 2008 og hensatte de finansielle markeder i chok og gav stødet til den økonomiske krise. Det afgørende finansielle stød kom til os udefra. Men vi havde selv gjort os sårbare, da krisen ramte. Vi kan ikke forhindre nye kriser, men vi kan og skal tage ved lære af det, vi har været igennem.

Når vi kigger tilbage over den seneste halve snes år, er det åbenbart for enhver, at udviklingen på ejendomsmarkedet i Danmark forstærkede konjunkturforløbets op- og nedtur. Og dermed bidrog til de vanskeligheder, vi kæmper med i dag.

De danske huspriser steg næsten uafbrudt fra 1993 til 2007. Stigningen var ekstraordinær stærk i 2005 og 2006. Væksten i ejendomspriserne under det seneste opsving kan frem til 2005 i vid udstrækning forklares med lav rente – især i den korte ende – lån med afdragsfrihed, vækst i de disponible indkomster, faldende ledighed og skattestop.

Men prisstigningerne blev selvforstærkende. I forventning om fortsatte prisstigninger købtes ny bolig før den gamle var solgt. Ejendomme blev et spekulationsobjekt. Drevet af forventninger og det samtidige konjunkturopsving, steg prisen på parcel- og rækkehuse fra begyndelsen af 2005 og et år frem med næsten 25%. Stigningen i hovedstadsområdet var noget højere. Et løft af den størrelsesorden kan ikke forklares alene med de underliggende økonomiske vilkår. Forventningerne spillede en selvstændig rolle.

Prisstigningerne på ejendomsmarkedet gav forøget brændstof til opsvinget. Friværdierne voksede og gav forbrugerne ekstra købekraft. Vi så en voldsom ekspansion af byggeriet med klare tegn på overophedning.

Og sidst, men ikke mindst, voksede udlånene ekstra stærkt i pengeinstitutter, der i særlig grad engagerede sig i ejendomssektoren.

Det er karakteristisk, at der i ly af udviklingen på ejendomsmarkedet trivedes aktiviteter, der nu efterforskes af bagmandspolitiet.

\* \* \*

Tilbagerulningen af disse ubalancer er med til at forstærke virkningen af den internationale lavkonjunktur. Prisfaldet på ejendomsmarkedet har ikke blot ramt bygge- og anlægssektoren, men også forstærket forbrugstilbagegangen, når vi sammenligner os med andre lande. Og ser vi på den finansielle sektor er det karakteristisk, at de pengeinstitutter, der er blevet nødlidende, i første række skal findes blandt dem, der førte den mest ekspansive udlånspolitik på ejendomsmarkedet.

Hvad kan vi så lære af det?

En markedsøkonomi bliver aldrig krisefri. Vi må acceptere, at der er perioder med tilbageslag. Som en lille, åben økonomi kan vi ikke gardere os mod, at den udenlandske efterspørgsel pludselig svigter, og at eksporten falder næsten 20 pct. på et halvt år, som det er sket.

Men vi kan stille efter en økonomisk politik, som ikke selvstændigt forstærker udsvingene i konjunkturerne.

Det har vi ikke været gode til. Under opsvinget var den økonomiske politik medløbende og forstærkede opsvinget.

Der blev ikke gjort nok for at holde igen. Vi skubbede så at sige økonomien op i højere gear i en situation, hvor der allerede var godt gang i hjulene, bl.a. i kraft af et lavt internationalt renteniveau. Og samlet set, gav vi i Danmark boligmarkedet for megen medvind.

Det er de ubalancer, der globalt og herhjemme blev skabt under højkonjunktoren, som vi nu kæmper med.

\* \* \*

Om knapt et år udløber som bekendt statens garanti for alle indskud og lån til banker i Danmark. Ordningen er det mest vidtgående og nødvendige skridt, der blev taget i Danmark, da finanskrisen for alvor skyllede ind over os i efteråret 2008. En garanti af dette omfang må nødvendigvis have en kort levetid, og vi skal nu indrette os på, og planlægge efter, at ordningen udløber. Ingen bør spekulere i, at der kommer en forlængelse. Ordningen afløses af en forhøjet indskydergaranti på 750.000 kr., og der er mulighed for, indtil udgangen af næste år, at tegne garantier for enkeltstående lån med virkning frem til udgangen af 2013. Med en indskydergaranti på 750.000 kr. vil langt de fleste private indskydere være dækket.

Den midlertidige ordning med garanti for enkeltstående udstedelser er umiddelbart mest tilgængelig for større pengeinstitutter. Nationalbanken er bekendt med, at der i sektoren arbejdes med paraplyordninger, hvor flere mindre institutter kan gå sammen om fælles udstedelser, baseret på statsgarantier. Nationalbanken ser positivt på disse initiativer og på muligheden af at lade sådanne udstedelser indgå i vores belåningsgrundlag.

Så vidt vi kan bedømme, har større indskud og anden finansiering i en vis udstrækning fundet vej til nogle pengeinstitutter i læ af den generelle statsgaranti. En vis tilpasning må forventes med udløbet af garantien. For det samlede kreditformidlingssystem er det imidlertid vigtigt, at de pågældende institutter viser rettidig omhu, og i god tid skaffer sig anden finansiering eller reducerer deres udlånsoverskud. De større institutter må påtage sig deres ansvar for, at få pengemarkedet til at fungere smidigt igen. Den finansielle krise har med al ønskelig tydelighed demonstreret, at bankvirksomhed ikke er en sædvanlig kommerciel aktivitet. Som modstykke til de omfattende bankpakker forventer jeg, at bankerne lever op til deres samfundsmæssige ansvar og betydning og bidrager aktivt til at få markederne til at fungere uden statsgaranti.

\* \* \*

Det hører med i billedet af den fremtidige finansielle arkitektur i Danmark, at lovgivningen om "Finansiell Stabilitets" adgang til opkøb af banker, udløber samtidig med den generelle statsgaranti. Statens overtagelse af nødlidende pengeinstitutter har efter min bedømmelse virket efter hensigten, dvs. at bankvirksomheden i forhold til de traditionelle kunder så vidt muligt er videreført, selv om aktiekapital og anden ansvarlig kapital er gået tabt.

"Finansiel Stabilitets" adgang til opkøb bør videreføres – men uden anden garanti end den lovbestemte indskydergaranti. For at det finansielle system skal kunne fungere uden overdreven risikotagning, må ikke blot ejere af ansvarlig kapital kunne lide tab – men også store indskydere og andre långivere uden sikkerhed. Det vigtige er ikke pengeinstitutts overlevelse, men aktiviteterernes videreførelse. Finansiell Stabilitet må fremover, i den konkrete situation, have adgang til at foretage restruktureringer, der findes hensigtsmæssige ud fra det nævnte hensyn. Sektoren bør fremover bidrage løbende til indskydergarantiordningen som en forsikring og på en sådan måde, at de ekstra omkostninger ved aggressiv finansiell adfærd bæres af de rette. Et arbejde herom bør iværksættes - og færdiggøres med henblik på lovgivning inden sommerferien, så ordningen kan træde i funktion ved udløbet af den eksisterende lovgivning til næste efterår.

\* \* \*

Jeg vil gerne slutte af med at takke den afgangende formand og Finansrådet for et godt og tillidsfuldt samarbejde gennem en vanskelig periode. Jeg hilser den tiltrædende formand velkommen tilbage på posten og ser frem til en videreførelse af det gode samarbejde.