

**Nationalbankdirektør Nils Bernsteins  
tale ved Realkreditforeningens årsmøde  
30. marts 2011**

DET TALTE ORD GÆLDER

Væksten i den globale økonomi er taget til det sidste år og er blevet mere robust. Men den seneste tids begivenheder har endnu en gang vist, hvor uforudsigelig verden er. Uroen i Mellemøsten – med væbnet konflikt i Libyen – naturkatastrofen i Japan med de skræmmende følgevirkninger vil ikke standse fremgangen i verdensøkonomien, men vil heller ikke lade den uberørt.

\* \* \*

Opsvinget har sammen med en række andre forhold bidraget til, at priserne globalt har taget et hop opad. Inflationen er drevet af stigninger i priserne på fødevarer og råvarer. Råvarepriserne er nu stort set tilbage på det høje niveau, vi så forud for finanskrisen. Udviklingen tyder på, at den finansielle krise kun gav et kortvarigt afbræk i en underliggende tendens til stigende råvarepriser.

Med højere inflation er der udsigt til, at renteniveauet bliver normaliseret hurtigere, end markederne tidligere har forventet. Forankringen af inflationsforventningerne er afgørende for, at den højere prisstigningstakt ikke overvælttes i lønnen og sætter en pris-løn-spiral i gang. Den Europæiske Centralbank har understreget sin vilje til at holde inflationen nede, og der er grund til at forvente, at en ubehagelig pris-løn-spiral kan undgås, så længe der mange steder stadig er megen ledig kapacitet og arbejdskraft.

Finanskrisen og ikke mindst den europæiske statsgældskrise har tydeligt vist, at der er behov for et stærkere økonomisk samarbejde i EU. Og foreløbig må man sige, at EU har demonstreret vilje til at styrke samarbejdet. Det første vigtige skridt blev taget i efteråret, hvor Kommissionen og den såkaldte Van Rompuy arbejdsgruppe fremlagde forslag til, hvordan Stabilitets- og Vækstpagten og det øvrige økonomiske samarbejde kan styrkes. Medlemslandene er nu enige om en pakke af ændringer, der bl.a. vil styrke den finanspolitiske disciplin og - som noget helt nyt – indføre en overvågningsmekanisme, der skal modvirke grundlæggende makroøkonomiske ubalancer i EU-landene, herunder også i landene uden for euroområdet.

Et andet vigtigt skridt blev taget den 11. marts, hvor stats- og regeringscheferne fra eurolandene enedes om den såkaldte europagt. Pagten er først og fremmest et stærkt politisk signal om en fælles vilje til at

gennemføre initiativer til at styrke konkurrenceevnen, beskæftigelsen, den finanspolitiske disciplin og den finansielle stabilitet. Danmark har som medlemsland uden for euroen selv kunnet vælge at tilslutte sig pagten. I Nationalbanken har vi med tilfredshed konstateret, at der er en bred tilslutning hertil i Folketinget. Med den tilføjelse, at der vedblivende skal handling bag ordene for at pagten giver mening.

Det tredje vigtige skridt er enigheden om etableringen af en permanent krisehåndteringsmekanisme – den såkaldte European Stability Mechanism, eller ESM. Det er tanken, at denne gældsfinansierings mekanisme skal etableres fra midten af 2013 for eurolandene som afløsning for den midlertidige finansieringsordning for euro-lande, som er kommet i statsfinansiell uføre. Sigtet er, at denne mekanisme tillige med medfinansiering fra Valutafonden og eventuelle bilaterale bidrag, vil kunne medvirke til en hensigtsmæssig håndtering af fremtidige statsgældskriser. Det er en vigtig del af skitsen, at ESM kun vil kunne yde lån i kombination med et makro-økonomisk stabiliseringsprogram med strenge økonomisk-politiske forpligtelser for modtagerlandet.

Fra Nationalbankens side hilser vi disse forbedringer af rammerne for det økonomiske samarbejde velkommen. Med en valuta tæt knyttet til euroen vil det være en fordel for Danmark at være omfattet af de samme overordnede økonomiske rammer som eurolandene og på den måde være med til at understøtte et solidt økonomisk samarbejde i EU. Den egentlige prøve på samarbejdets styrke vil imidlertid først kunne foretages i praksis.

Behovet for et styrket økonomisk samarbejde viser sig bl.a. ved, at der i øjeblikket er stor forskel på, hvordan de enkelte EU-lande klarer sig.

Den gruppe af lande, som klarer sig bedst, er kendetegnet ved en lang periode med moderate lønstigninger i forhold til produktivitetsudviklingen og en afbalanceret udvikling på de offentlige finanser. Det gælder især Tyskland og Sverige. Disse to lande er også karakteriseret ved, at de ikke har haft en bristet boligboble.

På den anden side har vi en gruppe lande med store statsfinansielle problemer og dårlig konkurrenceevne. De store underskud både på statsbudgettet og over for udlandet og den høje offentlige gæld afspejler, at forbrug og investeringer i en lang periode har oversteget landenes produktion. Det kan køre i en periode, men er naturligvis ikke holdbart i længden. Udviklingen i forbrug og investeringer var bl.a. drevet af stærkt stigende boligpriser, der efterfølgende kollapsede.

Danmark ligger vel et sted midt mellem de to yderpunkter.

Dansk økonomi har de sidste fem-seks år været kendetegnet ved en overdreven højkonjunktur efterfulgt af en kraftig recession, som vi først nu langsomt er ved at arbejde os ud af.

I kølvandet på krisen er der sket en kraftig konsolidering i den private sektor. Investeringerne i virksomhederne er små i forhold til indtjeningen, og det

private forbrug er det seneste halvandet år steget langt mindre end de disponible indkomster. Det har betydet, at forbrugets andel af de disponible indkomster er lav set i historisk perspektiv. Selv om der er udsigt til en væsentligt lavere vækst i de reale disponible indkomster i de kommende år, forventer vi alligevel en vis stigning i det private forbrug, når forbrugskvoten igen kommer nærmere sit normale niveau. Vi venter også en vis stigning i de private investeringer i takt med, at virksomhederne oplever stigende efterspørgsel fra både hjemmemarkedet og eksportmarkederne.

Disse forhold er baggrunden for Nationalbankens forventning om, at væksten herhjemme i år og de nærmest kommende år vil være knap 2 pct. om året. Det er lidt højere end den forventede vækst i euroområdet, og det er også højere end den underliggende vækst i det danske produktionspotentiale. Der er derfor udsigt til, at nettoledigheden langsomt vil falde ned mod det strukturelle niveau på omkring 100.000 personer. Den strukturelle ledighed er det langtidsholdbare ledighedsniveau, der er foreneligt med en lav og stabil dansk inflation på linje med inflationen i euroområdet.

Selv om produktionstabet under krisen var usædvanligt stort, så kom vi fra så lavt et ledighedsniveau, at nettoledigheden efter krisen ikke ligger væsentligt over det strukturelle niveau. Dertil kommer som nævnt, at der er udsigt til en efter danske forhold ganske pæn vækst i de nærmeste år.

Vi kan også se, at den europæiske statsgældskrise har gjort de internationale investorer langt mere opmærksomme på, om de enkelte lande fører en ansvarlig finanspolitik.

Det er i det lys, man skal se Nationalbankens gentagne opfordringer til at fastholde den stramme finanspolitik, der er planlagt for de kommende år. Der er ikke brug for nye stimuluspakker nu. Skulle der mod forventning komme et nyt tilbageslag i den internationale økonomi, så vil det være trist, hvis Danmark på forhånd har brugt alle finanspolitiske reserver nu, hvor økonomien faktisk er i fremgang.

Skulle det gå bedre end forventet, vil det være skidt på forhånd at have brugt den plads, der er til vækst. Så risikerer vi hurtigt en ny overophedning.

\*\*\*

De danske konjunkturudsving i sidste årti blev meget voldsomme. Det skyldtes ikke kun den internationale finanskrisen, men var delvis selvforskyldt. Grunden var dels, at finanspolitikken blev lempet under højkonjunkturen, og dels at vi på boligmarkedet har fået indrettet nogle strukturer, som forstærker snarere end dæmper konjunkturudsving. Det drejer sig om fastfrysningen af ejendomsværdiskatten i kroner og indførelsen af nye låneformer, ikke mindst lån med afdragsfrihed. I branchen kaldes det pauselån. I betragtning af at mere end halvdelen af alle realkreditlån nu er uden afdrag, nærmer vi os vist en situation, hvor pausen er blevet en permanent tilstand.

Fastfrysningen betyder, at den effektive ejendomsværdiskat går ned under en højkonjunktur, hvor boligpriserne stiger. Til gengæld betyder fastfrysningen, at ejendomsværdiskatten ikke får lov at falde, når boligpriserne går ned. Analyser i Nationalbankens seneste kvartalsoversigt viser, at det vil dæmpe prisudsvingene, hvis ejendomsværdiskatten igen får lov at følge udviklingen i boligpriserne.

Vore analyser peger også på, at boligkøberne i et vist omfang betragter afdrag på lån som en omkostning på linje med fx renter og boligskatte. Brug af afdragsfrie lån i boligfinansieringen forstærker derfor udsvingene i boligpriserne. Hvis priserne stiger, betyder lån med afdrag, at den samlede ydelse på lån til boligkøb vokser mere, end når lånet er afdragsfrit. Den højere ydelse dæmper boligefterspørgslen og tager derved toppen af prisstigningen. Hvis boligpriserne omvendt falder, indebærer lån med afdrag, at terminsydelsen ved boligkøb falder mere, end når lånet er afdragsfrit. Faldet i ydelsen stimulerer boligefterspørgslen og hjælper til at holde hånden under boligpriserne. Afdrag på boliglån har altså en stabiliserende virkning på boligpriserne. Denne stabiliseringseffekt går tabt i takt med udbredelsen af de afdragsfrie lån. Ifølge vores analyse har de afdragsfrie lån forøget boligprisernes op- og nedtur i endnu højere grad end fastfrysningen af ejendomsværdiskatten.

For at dæmpe de store udsving på boligmarkedet har Nationalbanken derfor foreslået, at ejendomsværdiskatten igen gøres afhængig af udviklingen i ejendomsværdierne, og at adgangen til nye realkreditlån med afdragsfrihed langsomt udfases.

Mange har udtrykt bekymring for, at vore forslag kan belaste boligmarkedet for meget. Det gør de ikke; tværtimod er det formålet med forslagene at øge stabiliteten og skabe en forsikring mod for store udsving i begge retninger. Med hensyn til bekymringen for overgangsproblemer til et mere stabilt system, vil jeg gerne understrege to forhold.

For det første berører forslagene ikke de eksisterende lån med afdragsfrihed. Vi har alene foreslået en langsom og lempelig sænkning af belåningsgrænsen for nye realkreditlån uden afdrag.

For det andet har vi ikke foreslået, at man hæver ejendomsværdiskatten tilbage til det noget højere niveau, den havde før indførelsen af skattestoppet fra 2002. Det er en anden diskussion, som jeg vil lade ligge her.

Vi foreslår alene, at man forebygger en yderligere udhuling af ejendomsværdiskatten ved fremover at lade skatten følge udviklingen i ejendomsværdierne. Det vil virke som en automatisk stabilisator. Kommer der fx en uventet rentestigning, som presser boligpriserne ned, vil ejendomsværdiskatten efter vort forslag automatisk falde, hvilket vil dæmpe faldet i boligpriserne.

Den stabiliserede effekt af disse forslag kan give betydelige samfundsøkonomiske gevinster. Det vil også være i boligejernes interesse. Hvis man afviser vore forslag, skylder man et svar på, hvordan man så vil

forebygge fremtidige store udsving på boligmarkedet, der kan true den samfundsøkonomiske og finansielle stabilitet.

\*\*\*

Såvel internationalt som i Danmark foregår der en drøftelse af, hvad man kan lære af finanskrisen og af den fremtidige regulering af det finansielle system i lys heraf. I Danmark er debatten imidlertid opdelt på en – efter min opfattelse – kunstig måde. Lidt skarpt sat op kan man sige, at der er stor forståelse for, at kravene til bankerne må skærpes. Derimod synes der ringe forståelse for en tilsvarende overvejelse om realkreditinstitutternes virke. Der er, efter min opfattelse, også behov for at se på realkrediten.

Nationalbankens forslag om at udfase de afdragsfrie lån og ændre på udformningen af ejendomsværdiskatten er et af svarene på, hvad vi har lært af finanskrisen. Forslaget kan endvidere bidrage til at svare på et andet vigtigt spørgsmål: Hvorledes fastholdes sikkerheden i de særligt dækkede obligationer, hvis boligpriserne falder? Jeg har tidligere påpeget, at behovet for at stille supplerende sikkerhed ved boligprisfald kan virke destabiliserende og har opfordret Økonomi- og Erhvervsministeriet til at se nærmere på problemstillingen. Problemet er, at realkreditlån givet på grundlag af særligt dækkede obligationer højst må udgøre 80 % af den enkelte boligs værdi. Falder prisen på den enkelte bolig, hvorved det samlede realkreditlån kommer til at overstige 80 % af boligens værdi, skal realkreditinstituttet fremskaffe tilsvarende kompenserende sikkerhed for obligationerne. En permanent lavere belåningsgrænse i realkrediten kunne direkte adressere problemet, men som bekendt var der ikke tilslutning hertil dengang de særligt dækkede obligationer blev indført.

En langsom og skånsom udfasning af afdragsfrie lån kan være med til at løse problemet, da et evt. boligprisfald vil blive afdæmpet og gælden vil blive afdraget, så risikoen for at komme i konflikt med den nævnte regel vil blive mindre. Der er brug for mekanismer, som automatisk bidrager til overholdelsen, så der ikke opstår stort behov for at udstede yderligere gældsinstrumenter i en situation, hvor boligpriserne falder. Men jeg hører gerne andre forslag. Penge er som bekendt vanskeligst at få fat på, når man har mest brug for dem.

\*\*\*

Lad mig også gøre nogle bemærkninger om de populære rentetilpasningslån. Lån med variabel rente kan faktisk være med til at stabilisere konjunkturudviklingen, når den danske konjunktur er i fase med konjunkturen i euroområdet. I så fald vil vi nemlig "importere" en rente fra eurozonen, som vil passe godt til vor egen konjunktursituation. Er vi ude af fase er det selvsagt vigtigt, at finanspolitikken kompenserer for det.

Variabelt forrentede lån har gennem en længere årrække været ensbetydende med lave boligudgifter. Den stigende udbredelse af lånene indebærer en stigende rentefølsomhed hos husholdningerne. Hvis renten stiger på rentetilpasningsobligationer, må boligejerne betale – også selv om

renten stiger ekstraordinært meget, eventuelt i forbindelse med en valutakrise. Det er meget vigtigt, at boligejerne er bevidste om denne risiko og holder luft i budgettet hertil. Det er min opfattelse, at de fleste husholdninger vil være i stand til at modstå de rentestigninger, den almindelige konjunkturudvikling indebærer.

Det jeg er mest bekymret over ved rentetilpasningslånene, er den refinansieringsrisiko, som konstruktionen indebærer. Realkreditinstitutterne yder 30-årige lån, som skal refinansieres med korte obligationer – oftest en gang om året. Her har vi også lært af finanskrisen, at der faktisk er risiko for, at sådanne markeder periodevis ikke fungerer eller at renten bliver ekstraordinær høj.

Som nævnt ved flere lejligheder er spredning af auktionerne godt, og jeg vil gerne – igen – kvittere for de initiativer, der er taget til at fremme det. Og kraftigt opfordre alle institutter til at følge trop.

Refinansieringsrisikoen er som nævnt en del af produktdesignet. Det er netop den risiko, som den kommende regulering om stabil finansiering – med rette adresserer. De nærmere detaljer er ikke fastlagt, men efter planen har den virkning fra 2018. Det kræver en større strukturtilpasning og er ikke klaret med et snuptag. Realkreditmarkedet er lidt af en supertanker. Det tager tid at vende skuden og foretage en glidende tilpasning. Forberedelse skal derfor påbegyndes i god tid. Allerede nu bør realkreditinstitutterne udvikle produkter, som adresserer refinansieringsrisikoen på forsvarlig vis.

Jeg har i øvrigt understreget overfor institutterne, at anvendelse af Nationalbankens udlånsfaciliteter, ikke er en acceptabel måde at håndtere refinansieringsrisikoen på. Dette budskab vil jeg gerne benytte lejligheden til at gentage. Adgangen til at belåne værdipapirer i Nationalbanken er forbeholdt sædvanlige pengepolitiske operationer. Hvis vi oplever, at systemet misbruges i den forstand, at belåningsmuligheden bruges til at holde hånden under boligmarkedet, vil vi gribe ind, og i givet fald tage en kammeratlig snak med instituttet. Det har vi gjort før. Belåningsmuligheden må ikke indgå som en forudsætning for et bestemt realkreditprodukt.

\*\*\*

Jeg har i dag givet en række bud på, hvorledes reguleringen af en række forhold vedrørende realkrediten bør ændres, så systemet bliver mere fremtidssikret. Finanskrisen har vist, at de sjældne ulykker sker engang imellem. Den finansielle regulering må tage højde herfor. Den lære gælder ikke blot for banker – men også for realkreditinstitutter.

Afslutningsvis vil jeg gerne takke Foreningen for det gode samarbejde i årets løb og for muligheden for at komme til orde her i dag.

Tak for opmærksomheden.