

---

## Niels Bernsteins tale på Realkreditrådets årsmøde 24. april 2008

---

På Realkreditrådets årsmøde sidste år sagde jeg om den økonomiske situation i USA: "Det ser heller ikke ud til, at de problemer, der er i selskaber, der har specialiseret sig i boliglån til mindre kreditværdige husholdninger, vil brede sig til andre dele af kapitalmarkederne". Det var ikke en vurdering, jeg var alene om.

Jeg tager det som en påmindelse om, at økonomiske forudsigelser skal tages med et gran salt.

Man kan uden at overdrive sige, at det er gået noget anderledes end forudsagt. De økonomiske udsigter for USA og Europa er gradvis blevet nedjusteret gennem det sidste års tid. Og det, der startede som problemer for selskaber specialiseret i såkaldte subprime-lån, har spredt sig til andre dele af den finansielle sektor – også uden for USA – og lægger nu en dæmper på produktion og beskæftigelse. Som igen virker negativt tilbage på de finansielle virksomheder.

Vurderingen er i dag, at USA er på vej ind i en recession, som i hvert fald varer til 2. halvår af 2008, hvorefter det i bedste fald vil gå langsomt frem. Europa undgår efter alt at dømme recessionen, men må belave sig på beskedne vækstrater mellem 1 og 2 pct. i de kommende år.

Udviklingen er kommet bag på de fleste, selv om højkonjunktoren i USA havde toppet før subprime-problemerne. Et positivt træk er, at udviklingslandene og de nye vækstøkonomier indtil videre stort set er gået fri af den økonomiske nedtur. Det har afbødet faldet i den globale økonomi. Samtidig har prisstigningstakten taget et hop opad overalt i verden, drevet af stigende energi- og fødevarerpriser. Prisstigningerne sætter snævre grænser for fortsatte lempelser af den økonomiske politik. Der er risiko for at få skubbet inflationsforventningerne i vejret og igangsætte en pris- og lønspiral.

De stigende priser på fødevarer mærkes selvsagt især i de fattige lande og rykker hastigt opad på den internationale dagsorden.

Der tales i dag om tab i den finansielle sektor, der kan løbe op i 1.000 mia.dollar. Et beløb der er 3 gange så stort som det danske nationalprodukt, uden sammenligning i øvrigt. Tabene har ramt både finansielle virksomheder og andre, først og fremmest i USA, men også i Europa. De største tab er konstateret i nogle af verdens største banker, og en enkelt

har været på fallittens rand. Der er tale om virksomheder, der har haft tusindvis af højtuddannede og højt betalte medarbejdere og chefer til rådighed for netop at undgå sådanne tab.

Forløbet har givet anledning til selvransagelse i både finansielle virksomheder og hos myndigheder, der for sent så problemerne og greb ind. Hvordan kunne det gå så galt, og hvordan kan man forebygge, at det sker igen?

Der er allerede skrevet meget om årsagerne. Og forløbet vil helt sikkert blive genstand for mange lærde afhandlinger i de kommende år, som vil kunne drage fordel af bagklogskabens klare lys.

Grundlæggende kan finansiell virksomhed koges ned til at bygge bro mellem dem som på et givent tidspunkt har brug for at anvende mere end de tjener og råder over, og dem som er i den modsatte situation. Denne formidling betyder, at virksomheder kan investere i forventning om fremtidig indkomst. Og at vi som husholdninger kan købe hus eller lejlighed med 20 pct. i udbetaling. Og at regeringer fra tid til anden kan have underskud på statsbudgettet.

Den finansielle formidling – når den er bedst – sikrer, at opsparerne får det bedst mulige afkast til den valgte risiko, og at det er de mest givtige investeringer, der fremmes. Formidlingen foregår på tværs af grænserne, og den finansielle sektor er blandt de fremmeste i globaliseringen. Vigtigheden af en effektiv finansiell sektor kan ikke overvurderes i et moderne samfund.

Omfanget af den finansielle formidling har imidlertid i de seneste år været så kraftigt voksende i kombination med sofistikeret produktudvikling, at risikovurderingssystemer og incitamentsstrukturer ikke alle steder har kunnet følge med i kampen om markedandsede.

Hvor udviklingen har skabt en atmosfære af eufori, har grådighed og sløseri kunnet trives.

En vigtig mekanisme til at rette op herpå er naturligvis, at nogen har brændt fingrene og har mærket konsekvenserne. Men det rækker nok ikke. Et sikkert gæt er i dag, at der kommer skærpede regler.

Nu hvor det går den anden vej, gælder det om at finde den rigtige balance mellem skærpede regler og hensynet til, at den finansielle formidling fortsat kan tjene samfundsnyttige formål.

G7-landene anmodede sidste efterår det såkaldte Financial Stability Forum (FSF), som bl.a. består af finansministerierne, centralbankerne og finanstillsynene i de store lande, om at foretage en analyse af de årsager og svagheder, der har ført til krisen, og komme med forslag, der kan forbedre de finansielle markeders og institutioners modstandsdygtighed. Det er interessant læsning og burde være pensum for alle, der er beskæftiget i den finansielle sektor.

FSF fremsætter 67 forslag under 5 hovedoverskrifter:

Den første gruppe af forslag handler om at skærpe kravene til de finansielle institutioners kapital, likviditet og risikostyring. Der skal være mere at stå imod med. Den umiddelbare vanskelighed er naturligvis implementeringen i en situation, hvor kravene kunne gøre ondt værre.

Den anden gruppe af forslag har til formål at øge gennemsigtigheden i markederne ved at offentliggøre alle relevante risici og skabe større sikkerhed i værdiansættelserne. Det har øget usikkerheden, at de finansielle institutioner kun drypvis har deklareret deres tab, og at det har været vanskeligt at værdiansætte aktiver, der ikke mere omsættes.

En tredje gruppe af forslag retter sig mod kreditvurderingsbureauernes rolle i den finansielle formidling. Det er nødvendigt at forbedre kvaliteten af vurderingsprocessen så interessekonflikter undgås og at øge forståelsen af resultaterne. Myndighederne skal revurdere deres brug af bureauernes arbejde.

Som det fjerde foreslås, at der for hver af de største grænseoverskridende banker i verden oprettes en gruppe af repræsentanter for de relevante landes tilsynsmyndigheder. Det sker i en erkendelse af, at myndighederne i dag er for dårligt forberedte til at håndtere eventuelle kriser i banker, der med datterselskaber og filialer arbejder på tværs af landegrænserne.

Endelig opfordres centralbankerne til større fleksibilitet, herunder at udvide deres lånefaciliteter. En af erfaringerne i den nuværende krise har været, at centralbankerne ikke har haft de tilstrækkelige lånefaciliteter til rådighed over for banker i likviditetsklemme.

Som det fremgår, er der hilsener til os alle: De private virksomheder, regeringer, tilsynsmyndigheder og centralbanker. De fleste af forslagene anbefales at være ført ud i livet inden udgangen af indeværende år. Resten i 2009.

Hvordan påvirker så al det her os her i Danmark?

Hvor paradoksalt det end lyder, kommer afmatningen i den internationale økonomi, som den tegner sig nu, ganske bekvemt for Danmark. Konjunktoren har været stærk i en årrække, hjulpet på vej af en lav rente og en ekspansiv finanspolitik. Beskæftigelsen er rekordhøj, og arbejdsløsheden den laveste i en generation. Overskuddet på betalingsbalancen er faldet markant, men der er heldigvis ikke opbygget finansielle ubalancer under opsvinget. Husholdningerne er under ét velkonsoliderede og har meget at stå imod med, selv om boligmarkedet har været svagt i halvandet år.

Den væsentligste ubalance er, at dansk økonomi i nogen tid har befundet sig tæt på sin kapacitetsgrænse. Manglen på arbejdskraft har øget kravet om lønstigninger, og gabet mellem væksten i danske og

udenlandske lønninger er vokset i de senere år. Forbrugerpriserne nåede i marts op på 3,1 pct. årlig stigning; som i udlandet hovedsagelig drevet af stigende energi- og fødevarerpriser. Forbrugernes forventninger til at priserne vil stige er voksende.

Manglen på arbejdskraft sætter grænser for væksten i dansk økonomi. I Nationalbankens seneste prognose fra marts er det centrale skøn, at dansk økonomi bremser op i de kommende år. Men at vi først i 2010 når op på en arbejdsløshed, der er forenelig med en bæredygtig lønudvikling på længere sigt.

Tidligere var finansiel uro normalt ledsaget af valutauro i Europa. Det har der indtil nu kun været mindre spor af. Det er nærliggende at give det mindre antal europæiske valutaer som følge af euroen er stor del af æren herfor. Det er en fordel for Danmark, at euroen eksisterer, og nu er valuta i 15 lande. Det har sammen med Den Europæiske Centralbanks likviditetstilførsel som reaktion på finansuroen mindsket risikoen for større realøkonomiske skadevirkninger. Det finansielle system i Danmark er ikke uberørt af finansuroen. Men heldigvis mindre end i flere andre lande. Det skyldes, at danske investorer kun i mindre grad har investeret i – og dermed tabt på – subprime-relaterede aktiver. Vi har vores egne gode realkreditprodukter.

Vi har dog også i Danmark set, hvorledes pengeinstitutterne på grund af usikkerheden er blevet mere tilbageholdende med at yde usikrede lån til hinanden i pengemarkedet, især på de længere løbetider. Finansieringen er således blevet kortere og dyrere. Og det påvirker især de pengeinstitutter, der i de senere år har oparbejdet et stort indlånsunderskud i tillid til, at de kunne skaffe billig likviditet i pengemarkedet eller ved at udstede obligationer.

I den nuværende situation og i overensstemmelse med internationale anbefalinger overvejer vi i Danmarks Nationalbank ligesom andre centralbanker vores lånefaciliteter. Disse overvejelser er ikke tilendebragt. Men det er vores opfattelse, at veldrevne danske pengeinstitutter ikke unødigt skal komme i en likviditetsklemme på grund af den internationale finansuro.

Med disse ord siger jeg tak for opmærksomheden og ønsker et fortsat godt årsmøde.