

5. oktober 2016

DET TALTE ORD GÆLDER

Tak for invitationen til at tale.

Jeg har i dag disse tre overordnede budskaber:

1. Udviklingen på det københavnske boligmarked er bekymrende. Årlige prisstigninger på op mod 10 pct. er uholdbare i længden. Det understreger, hvor vigtigt det er, at boligbeskatningen dæmper og ikke forstærker udsvingene i boligpriserne.
2. Omkostningerne ved mere egenkapital er begrænsede – også for et realkreditinstitut. Investorerne afkastkrav på omkring 10 pct. på egenkapital i realkreditinstitutter synes højt.
3. Alle kreditinstitutter skal kunne afvikles uden store negative konsekvenser for økonomien og den finansielle stabilitet – og uden skatteydernes penge. Det er nødvendigt at justere reglerne for realkredit for at sikre dette.

Boligpriserne er over de seneste fire år steget markant. Og de stiger stadig. Det gælder for huse og især ejerlejligheder – men med store regionale forskelle. For landet som helhed fremstår prisniveauet holdbart set i lyset af udviklingen i renteniveau og disponible indkomster.

Udviklingen på det københavnske boligmarked er derimod bekymrende. En fortsat prisstignings-takt på op mod 10 pct. pr. år er uholdbar i længden.

Vi står med en kombination af høj rentefølsomhed og en boligprisudvikling, der i dele af landet er på grænsen til at være uholdbar. Det viser formelle test også. Læg dertil, at udfaldsrummet for den fremtidige renteutvikling næppe er symmetrisk. Risikoen for en 3 procents rentestigning er noget større end sandsynligheden for et 3 procents rentefald ved det nuværende lave renteniveau.

Regeringen lægger op til en reform af boligbeskatningen som en del af 2025-planen. Udsvingene i boligpriserne kan reduceres med en velindrettet boligbeskatning. Den nuværende boligbeskatning betyder, at skatteprocenten falder dér, hvor priserne stiger – og stiger dér, hvor priserne falder. Det er uheldigt. Det er fremadrettet helt afgørende, at boligbeskatningen igen kommer til at fungere som stabilisator i økonomien. Det vil gavne såvel den makroøkonomiske som den finansielle stabilitet. En diskussion af boligskattens højde bør ikke blokere for at genindføre en stabiliserende boligbeskatning.

Kreditinstitutterne er mere robuste over for fald i boligpriserne, hvis de har en høj andel af egenkapitalfinansiering. Det er derfor relevant at forholde sig til omkostninger ved egenkapital.

Ifølge institutterne kræver investorerne fortsat et afkast på omkring 10 pct. på egenkapital i realkreditinstitutter. Det synes meget højt. Især når man tager højde for, at den risikofrie rente er tæt på nul.

Samtidig indikerer markedsdata, at investorerne sidste år i gennemsnit krævede mellem 5 og 7½ pct. i afkast på aktierne i de største bankkoncerner i Danmark. Det er koncerner, som også indeholder et realkreditinstitut.

Mere egenkapital øger kun finansieringsomkostningerne i begrænset omfang. Det gælder også for et realkreditinstitut. Mere egenkapital betyder, at instituttet bliver bedre polstret og dermed mere sikkert. Risikopræmien – og dermed også afkastkravet – på egenkapital falder derfor.

Afkastkravet på realkreditobligationerne falder også, hvis et realkreditinstitut bliver mere sikkert. På grund af balanceprincippet tilfalder denne gevinst imidlertid ikke realkreditinstituttet, men låntagerne. Skærpede kapitalkrav vil derfor have betydning for låntagernes fordeling af udgifter til renter og bidrag.

I første del af i år var der et betydeligt fokus på realkreditinstitutternes bidragsforhøjelser. Jeg vil gerne understrege, at realkreditinstitutter skal have mulighed for at tjene penge ligesom andre virksomheder. I debatten blev stigningerne i stort omfang direkte knyttet til skærpede kapitalkrav. Som sagt kan skærpede kapitalkrav øge realkreditinstitutternes omkostninger. Men ikke i et omfang, som alene kan forklare de observerede stigninger i bidragssatserne.

Når man taler om omkostninger ved regulering, er det samtidig vigtigt at huske på, at der også er store gevinster. Fx er den finansielle regulering med til at sikre en holdbar og robust økonomi med stærke kreditinstitutter. Realkreditinstitutterne har også selv direkte fordel af en god og effektiv finansiell regulering, da den kan være med til at sikre, at investorerne – herunder de udenlandske – har tillid til de danske realkreditselskaber.

Foruden kapitalkrav er et vigtigt element i en robust regulering af den finansielle sektor, at vi sikrer os, at alle kreditinstitutter – både penge- og realkreditinstitutter – i sidste ende kan afvikles. De skal kunne afvikles uden store negative konsekvenser for økonomien og den finansielle stabilitet – uanset hvor store og komplekse de er. Det element har hidtil ikke været på plads.

I tiden op til finanskrisen havde alle en forventning om, at staten ville træde til, hvis et stort og komplekst kreditinstitut – et såkaldt SIFI – kom i problemer. Instituttets ejere fik gevinsten, så længe det gik godt, men forventede, at skatteyderne ville betale regningen, hvis det gik galt. Det gav incitament til at tage højere og uansvarlige risici, som øgede risikoen for en finansiell krise.

Da finanskrisen kom, stillede staten en garanti på 2½ gange BNP for at holde hånden under den finansielle sektor. Det er åbenlyst, at staten påtog sig en stort set ubegrænset risiko på vegne af skatteyderne. Heldigvis gik det godt. Hvis det var gået galt, var det gået meget galt. Problemet var, at alternativerne var værre. Man manglede redskaber, der kunne håndtere situationen, og ingen kunne overskue konsekvenserne af, at et SIFI skulle gå ned. Konkursen af Lehman Brothers viste, at det var begrundet.

Derfor har det efter finanskrisen været vigtigt at sikre, at vi aldrig igen kommer i en situation, hvor samfundet tvinges til at redde kreditinstitutterne. På den baggrund fik vi i 2014 det europæiske krisehåndteringsdirektiv. De nye regler skal sikre, at samfundsøkonomien og den finansielle stabilitet kan beskyttes, hvis et SIFI må afvikles. Det gør det umuligt for institutternes ejere og kreditorer at tage samfundet som gidsel, så staten er nødt til at redde dem. De vil selv skulle svare for konsekvenserne af dårlige beslutninger og risikable handlinger. Det sikrer, at samfundets og institutternes interesser i højere grad er de samme.

Krisehåndteringsdirektivet fastlægger nye rammer for, hvordan kreditinstitutterne og deres kreditorer skal absorbere tab. Og det giver myndighederne redskaberne til at sikre, at det faktisk sker. Samtidig kan samfundskritiske funktioner videreføres. Direktivet stiller også krav om, at myndighederne forbereder sig grundigt på, hvordan hvert enkelt SIFI kan afvikles.

Det er instituttets egenkapital, der tabes først. Dernæst er det instituttets gæld, der tabes eller anvendes til at rekapitalisere instituttet, så det kan drives videre.

Som noget nyt skal myndighederne fastsætte krav til, hvor meget af et instituts gæld der skal være særligt egnet til at bære tab. Kreditorerne til denne type gæld skal på forhånd vide, at det, de har til gode, kan blive tabt. Den risiko betyder, at de får en højere rente.

Der er også dele af instituttets gæld, der betragtes som uegnede til at bære tab, og hvor kreditorerne altid vil få deres penge igen. Der er oprettet en sektorfinansieret Afviklingsformue, som kan bære tabene i stedet for den gæld, som er uegnet til at bære tab.

Afviklingsformuen skal kun bruges, hvis det er nødvendigt af hensyn til økonomien og den finansielle stabilitet. Det forudsætter også, at ejere og kreditorer har båret en betydelig del af tabene.

Kravet til gæld, som er særlig egnet til at bære tab, skal sikre, at Afviklingsformuen kun kommer i brug, hvis tabene er meget store.

For at kunne gennemføre en hensigtsmæssig afvikling af et SIFI, er det afgørende, at myndighederne har en gennemarbejdet plan. Planen skal beskrive, hvordan myndighederne kan overtage kontrollen med SIFI'et, restrukturere det, så det igen er levedygtigt, og sende det tilbage til markedet. Planen skal kunne gennemføres hurtigt og kommunikeres tydeligt til markedet, da tillid til processen er afgørende for afviklingens succes.

Med krisehåndteringsdirektivet har man på europæisk plan sikret, at der er de nødvendige lovgivningsmæssige rammer til at håndtere den næste finansielle krise, hvis den kommer. Og ja, den kommer. Det er vigtigt, at vi er velforberedte på den. Der udestår dog stadig et stort stykke arbejde med at lave afviklingsplaner for de enkelte SIFI'er, før vi er i mål med det.

Realkrediten er en central del af det finansielle system i Danmark. Samtidig er de enkelte realkreditinstitutter så store, at de er vigtige i sig selv. Hovedparten af den kredit, der formidles til økonomien, sker via realkreditsektoren. Her adskiller Danmark sig fra stort set alle andre lande. Samtidig betragtes realkreditobligationerne som så sikre, at pengeinstitutterne bruger dem i deres likviditetsstyring. Realkreditinstitutterne er derfor tæt forbundet med den øvrige finansielle sektor. Det betyder selvfølgelig, at det er vigtigt, at realkreditsystemet fungerer både i gode tider og i krisetider.

Efter finanskrisen var realkreditinstitutterne med til at understøtte økonomien. Det skete ved, at de øgede deres udlån, mens pengeinstitutterne reducerede deres. Men man må samtidig huske på, at der var omstændigheder under finanskrisen, der var gunstige for realkreditinstitutterne. Renten faldt markant. I kombination med udbredelsen af rentetilpasningslån og lån med afdragsfrihed betød det, at boligejere kunne servicere deres realkreditlån, selv om ledigheden steg, og boligpriserne faldt. Ellers ville det være gået meget værre. Det gjorde det heldigvis ikke. Men vi kan ikke planlægge med at være lige så heldige, når den næste krise kommer.

Realkreditobligationer er et meget sikkert produkt. Lovgivningen gør meget ud af at beskytte investorerne. Selv hvis et realkreditinstitut må afvikles, er det sandsynligt, at de vil få deres penge igen.

Det er svært at vurdere risikoen for, at det i fremtiden bliver nødvendigt at afvikle et realkreditinstitut. Den kan ikke vurderes ud fra det historiske fravær af nødlidende realkreditinstitutter.

For det første har realkrediten været systemisk vigtig stort set siden dens begyndelse i slutningen af 1700-tallet. Når situationen har været vanskelig for institutterne, har staten derfor ikke kunnet tillade, at det truede samfundsøkonomien. Fremover skal også realkreditinstitutterne kunne stå på egne ben i dårlige tider. Det er et sundt princip.

For det andet har der været meget markante ændringer af reguleringen af realkreditinstitutterne igennem tiden. Realkreditinstitutternes forretningsmodel har naturligvis også ændret sig over de sidste 200 år. Motorvejsnettet i Jylland kan jo heller ikke kaldes 4.000 år gammelt på grund af Hærvejen.

Fra dansk side fik man for realkreditinstitutterne indført en særregel i krisehåndteringsdirektivet. Den betyder, at realkreditinstitutternes gæld – modsat pengeinstitutternes gæld – ikke kan nedskrives eller konverteres til ny egenkapital. Derfor kan myndighederne ikke fastsætte krav til et realkreditinstitut til, hvor meget det skal have af gæld, som er særligt egnet til at bære tab. Og Afviklingsformuen kan ikke anvendes til at beskytte realkreditobligationerne mod tab.

Særreglen kan dog kun anvendes, hvis den nationale lovgivning sikrer, at et realkreditinstitut kan afvikles uden store negative konsekvenser for økonomien og den finansielle stabilitet.

Særreglen betyder, at når et realkreditinstitut skal afvikles, skal vi bruge den nedlukningsmodel, der allerede findes i dansk lovgivning. Den handler om, hvordan man afvikler et institut, som er gået konkurs. Det står i kontrast til EU-reglerne, der handler om, hvordan man rekonstruerer og viderefører et kreditinstitut, der reelt er konkursramt, så det er muligt at beskytte økonomien og den finansielle stabilitet.

Der er to centrale problemer ved at anvende den danske nedlukningsmodel.

For det første vil nedlukningsmodellen for realkreditinstitutter indebære, at der sker en kontrolleret nedlukning af instituttets udlån, efterhånden som de indfries. Instituttet kan så ikke længere udstede nye lån. På grund af realkreditinstitutternes størrelse vil det resultere i, at den finansielle sektors samlede evne til at yde lån bliver utilstrækkelig.

For det andet vil ejerne af realkreditobligationerne blive ramt af tab i forbindelse med nedlukningen. Investorerne vil få tab, selv hvis der er tilstrækkelige midler til, at de kan få deres penge igen i sidste ende. Tabene vil være i form af for sene betalinger, lavere kurser og mindre likviditet i obligationerne. Hvis der er risiko for, at instituttet nedlukkes, vil realkreditobligationernes kurser og likviditet falde, når der opstår usikkerhed om instituttets levedygtighed. Sådanne tab kan fjerne tilliden til realkreditobligationer som helhed. Det vil betyde, at de øvrige realkreditinstitutter får svært ved at finansiere sig, fordi realkreditinstitutternes risici er så ens.

Pengeinstitutterne ejer som sagt en betydelig del af realkreditobligationerne. For dem vil det have meget store konsekvenser, hvis der kommer tab på obligationerne. Det vil øge kravet til deres kapital i en situation, hvor deres kapital i forvejen er under pres.

Bundlinjen er, at realkreditobligationer er uegnede til at bære tab.

Økonomiens tilstand må forventes at være stærkt udfordret den dag, et realkreditinstitut bliver nødlidende. Nedlukning af et realkreditinstitut vil have store konsekvenser for den finansielle sta-

bilitet, for boligejere og dermed også for økonomien. Vi må ikke bringe landet i en situation, hvor der kan lægges pres på staten for at garantere realkreditobligationer for halvanden gang BNP, hvis institutterne kommer i vanskeligheder. Det vil kun øge økonomiens udfordringer.

Forudsætningerne for at anvende særreglen for realkreditinstitutter mangler. Det er nødvendigt at justere reglerne for realkrediten. De samfundsvigtige aktiviteter i et realkreditinstitut skal kunne videreføres.

Det vil gå imod læringen fra den finansielle krise, hvis vi går fremtiden i møde uden en holdbar model til at afvikle et realkreditinstitut, hvis det bliver nødvendigt. Krisesituationer kan opstå uventet og hurtigt. Sker det, er det for sent at gøre noget ved det. Det er derfor vigtigt, at vi finder en løsning og får gennemført de tilpasninger af lovgivningen, som er nødvendige.

Tak for opmærksomheden.