

1. december 2014

DET TALTE ORD GÆLDER

Tak for invitationen til at tale i dag.

I det følgende vil jeg først beskrive den internationale udvikling. Herefter vil jeg kommentere på dansk økonomi og virksomhedernes og landbrugets kapitalisering. Til slut vil jeg behandle spørgsmålet om dansk tilslutning til bankunionen.

Verdensøkonomien vokser fortsat i et behersket tempo, og i euroområdet lader opsvinget vente på sig. Det skyldes bl.a. konsekvenserne af konflikterne i Ukraine og Mellemøsten, der har bidraget til vigende forbruger- og erhvervstillid, måske også ud over hvad man kunne forvente. Opbremsningen siden sommeren har ført til nedjustering af vækstskønnene for bl.a. Tyskland. USA og til dels Storbritannien er omvendt lyspunkter med robust fremgang i den økonomiske aktivitet.

Forbrugerpriserne i euroområdet holdes nede af faldende energipriser. Men grundlæggende er der lave lønstigninger. Inflationen er aktuelt væsentligt under Den Europæiske Centralbanks målsætning om en prisstigningstakt på lige under 2 pct. Sammen med den svage vækst var det medvirkende til, at ECB i begyndelsen af september annoncerede to nye programmer til køb af værdipapirer udstedt af den private sektor. Det er dog kun en meget lille del af produktionen, som begrænses af mangel på kredit. Det helt overvejende problem er manglende efterspørgsel og i noget mindre grad manglende adgang til arbejdskraft. På den baggrund skal man nok ikke have alt for store forventninger til, at mere kredit alene vil føre til stor stigning i investeringer og beskæftigelse.

Den amerikanske centralbank besluttede i slutningen af oktober at afslutte sine opkøb af stats- og realkreditobligationer. Det har været vigtigt at undgå uro i det forløb. Afslutningen var da også ventet på markederne og afspejler den fortsatte bedring i amerikansk økonomi. Beslutningen understreger samtidig divergensen mellem amerikansk økonomi og euroområdet.

I alle de største økonomier understøtter pengepolitikken konjunkturerne ved at reducere markedsrenter og risikopræmier til meget lave niveauer. Bagsiden af medaljen er, at en længere peri-

ode med lave renter og lav volatilitet kan resultere i undervurdering af risici og overdreven risikoeksponering hos både kreditinstitutter og deres kunder.

En pludselig reversering af den internationale søgen efter afkast kan medføre abrupte kursfald, der kan forstærkes af salgsspiraler og kø ved udgangen, som kan sprede sig på tværs af aktivklasser og yderligere forstærkes af manglende likviditet i markedet.

I det danske finansielle system er der aktuelt ikke tegn på, at der er opbygget væsentlige systemiske risici. Men der er grund til at være på vagt. Kreditinstitutterne bør sikre, at de er i stand til at modstå både de direkte tab som følge af en priskorrektion på finansielle aktiver og de afledte effekter som følge af den markedsuro, der vil kunne opstå ved en sådan markedskorrektion – for eksempel vanskeligere markedsadgang.

Vender vi os mod realøkonomien, er den danske økonomi vokset siden udgangen af 2012, når der korrigeres for, at produktionen af olie og gas fra Nordsøen i disse år er aftagende. Væksten har hovedsageligt været trukket af den indenlandske efterspørgsel.

Arbejdsmarkedet har udviklet sig positivt det seneste år. Beskæftigelsen er steget markant, og ledigheden er faldet. Ifølge Nationalbankens skøn er det aktuelle ledighedsgab på kun ca. 10.000 personer, så der skal ikke megen yderligere fremgang til, før det er lukket. Potentialet for at øge arbejdsstyrken er større, men det er også sværere.

Inflationen er lav også herhjemme, bl.a. trukket ned af fald i olieprisen. De kommende måneder vil prisstigningstakten forblive lav, men fremadrettet kan der forventes en højere inflation i takt med, at effekten af faldet i energipriserne ebber ud.

Renterne herhjemme er blevet ved med at falde til nye historiske lavpunkter, og der er udsigt til, at det lave renteniveau vil fortsætte en rum tid endnu. Alligevel er investeringsaktiviteten lav, og opsparingen i virksomhederne høj. Det gælder ikke blot i Danmark, men er tilfældet i de fleste avancerede økonomier, og ingen har rigtigt svaret på, hvornår vi kommer ud ad denne cirkel af tilbageholdt privat forbrug og lavt investeringsniveau.

Den høje opsparingskvote i virksomhederne er ikke bare en dårlig ting. Alt andet lige er en virksomhed mere robust over for stød til udviklingen i økonomien, desto højere dens egenkapital er i forhold til dens samlede aktiver. Det reducerer sandsynligheden for, at virksomheden går konkurs. Det gør det ligeledes mindre sandsynligt, at virksomhedens bankforbindelser lider tab på udlån til virksomheden. En høj soliditetsgrad har dermed en positiv indflydelse på den finansielle stabilitet.

En høj soliditetsgrad giver også den enkelte virksomhed større fleksibilitet i valget mellem alternative finansieringskilder og større sikkerhed for at opnå den ønskede finansiering. En analyse, som Nationalbanken har udarbejdet, viser, at lånekapitalen i det danske banksystem i kølvandet på udbruddet af finanskrisen i stor udstrækning tilflyder de mest solide, lønsomme og produktive virksomheder. Det er et sundt træk ved et banksystem og bør få svagt polstrede virksomheder til at overveje, om det ikke er fornuftigt at øge kapitaliseringsgraden. Det gælder ikke blot aktieselskaber, men også personligt ejede selskaber – bl.a. også landbrugsbedrifter.

Dansk landbrug var i årene op til finanskrisen igennem en jordprisboble, som bragte hektarprisen op på helt urealistiske højder. De høje jordpriser blev i vid udstrækning udnyttet til at stille værdien af jorden som pant for yderligere gældsætning. Siden 2008 er den gennemsnitlige hektarpris næsten halveret. Det har efterladt mange landmænd med høj gæld og et svagt egenkapitalgrundlag. Det gør landbrugene mere udsatte over for udsving i landbrugets afregningspriser, der historisk har udvist betydelig volatilitet.

Det skrøbelige fundament under dansk landbrug er delvist blevet sløret af, at landbrugserhvervet i årene 2010-13 oplevede nogle år med gode priser og et stigende bytteforhold samtidig med, at finansieringen af bedriften kunne ske til en historisk lav rente. Trods dette var egenkapitalforrentningen utilfredsstillende i mange bedrifter. Det afspejler, at der er fundamentale strukturelle problemer i landbrugserhvervet.

Siden foråret er afregningspriserne på såvel korn som svin og mælk faldet, delvis som følge af Ruslands boykot af vestlige landbrugsprodukter. Prisfaldene er dog ikke større end set mange gange tidligere, og det aktuelle prisniveau er i et længere perspektiv forholdsvis normalt. Produktion og afsætning af varer, der udviser så store prisudsving som landbrugsprodukter, kræver, at bedrifterne er velkonsoliderede, så de er i stand til at modstå sådanne gentagne udsving i priserne. Situationen har udstillet det svage kapitalmæssige fundament under mange bedrifter. Vi skal frem til, at kapitaliseringen styrkes.

Jeg vil nu rette blikket mod bankunionen. Tirsdag den 4. november 2014 trådte den fælles, europæiske tilsynsmekanisme i kraft. Ansvar for de væsentligste tilsynsopgaver i de deltagende lande blev overdraget til ECB. Dermed er et vigtigt skridt i implementeringen af bankunionen taget.

Set udefra – fra Danmark – er det svært at se, at noget er ændret. Men vi må ikke tage fejl. Den 4. november 2014 var en skelsættende dag i Europa. De lande, der deltager i bankunionen, har valgt den fremtidige retning for tilsyn og krisehåndtering af deres banker.

De har valgt, at der fremover skal være én stærk tilsynsmyndighed for alle deres banker. Og de har valgt, at de fra januar 2016 også vil overdrage ansvaret for krisehåndtering til én fælles afviklingsmyndighed. Afviklingsmyndigheden vil være garant for en troværdig og konsekvent anvendelse af bail-in reglerne på nødlidende banker. Usikrede kreditorers fordringer vil blive konverte-

ret til aktiekapital eller skrevet ned. Skatteyderne skal ikke længere bidrage til at rydde op efter uansvarlige banker.

I debatten om bankunionen kan man af og til høre argumenter om, at danske banker – hvis vi deltager – risikerer at komme til at hæfte for problemer i andre landes banker. Jeg mener, at præmissen er forkert. I forhold til nødlidende banker er kernen i bankunionen jo netop bail-in og ikke bail-out.

Med bankunionen er der skabt grundlag for, at det indre marked for finansielle goder bliver styrket gradvist de kommende år. Fælles regler og ens implementering medfører mindre bureaukrati og vil være godt for konkurrencedygtige banker, der får bedre mulighed for at konkurrere på tværs af landegrænser. Det må forventes at medføre øget konkurrence på priser og produkter til gavn for husholdninger og virksomheder i de deltagende lande.

Finansrådet har udgivet en rapport med overvejelser om dansk deltagelse i bankunionen. Jeg er enig i store dele af jeres analyse.

Jeg er for eksempel enig i forhold til konkurrencen og synet på finansiell stabilitet. Bankunionen må – som jeg netop har nævnt – forventes at medføre potentiale for mere konkurrence. Og det vil styrke den finansielle stabilitet at have en fælles myndighed, der forventes at være bedre til at forebygge, forudse og håndtere finansielle kriser.

Det er gode og rigtige iagttagelser. Derfor forekommer det mig også lidt overraskende, at Finansrådets centrale konklusion er, at Danmark bør vente og se, før vi træffer beslutning om dansk tilslutning til bankunionen.

Finansrådet nævner en række usikkerheder, der skal afklares, før vi træffer beslutningen. Fx usikkerhed om, hvordan bankunionen vil håndtere nødlidende banker. Og usikkerhed om, hvordan markedet vil bedømme unionen.

Denne konklusion efterlader for mig at se et centralt spørgsmål: Hvad er det præcist, vi skal vente på? Både håndteringen af nødlidende banker og markedets vurdering af unionen vil ske løbende.

Det var måske fornuftigt at afvente resultaterne af den aktivgennemgang og stresstest, som ECB afsluttede i oktober. Men hvad venter vi nu på? Hvad skal der til, for at vi har tilstrækkelig information til at træffe beslutningen?

Vent og se – uden en klar angivelse af, hvad vi venter på – er et de facto nej. En vent og se-beslutning er netop – en beslutning. Når vi ikke deltager, står vi de facto uden for det samarbejde, som de deltagende lande nu har påbegyndt. Det, vurderer jeg, er uklogt.

Lad mig for god ordens skyld nævne, at det ikke vil være en katastrofe, hvis vi venter, eller vælger at stå udenfor. Der er et liv uden for bankunionen. Men det vil have konsekvenser, og udfordrin-

gerne vil komme. Det vil vi i de kommende år blive nødt til at forholde os til, hvis det er den retning, vi måtte vælge.

Konsekvenserne kan i dag synes små, men må på længere sigt forventes at blive ganske omfattende.

Danmark kan fremadrettet ikke forvente at blive sammenlignet med landene inden for bankunionen, når internationale aktører skal forsøge at bedømme risiciene i den danske banksektor. Relevante benchmarks vil derimod være Sverige og Schweiz. I lighed med Danmark udgør aktiverne i de største banker i disse lande omkring halvdelen af BNP. I disse lande, som vil stå uden for bankunionen, stiller myndighederne allerede i dag højere krav til de største banker, end vi gør. Vi vil uundgåeligt blive mødt med spørgsmålet, om de danske krav er tilstrækkeligt høje. Det vil også være en overvejelse, vi i Nationalbanken vil gøre os.

Det vil desuden relativt set blive mere omkostningsfyldt for internationale investorer at investere i danske kreditinstitutter. Inden for bankunionen vil investorerne skulle forstå ét regelsæt og ECB's implementering heraf, før de kan begynde at vurdere, hvilke af unionens mange banker de vil investere i. Vi vil være et lille land uden for bankunionen. Investorerne vil skulle forstå det særlige nationale set up – hvor afviger vi fra bankunionen – før de kan vurdere, hvilke banker i Danmark de eventuelt vil investere i. Det vil stille store krav til kommunikationen fra såvel bankerne som myndighederne. Men uanset, hvor godt vi kommunikerer, skal internationale investorer kompenseres for de ressourcer, de skal bruge på at forstå vores særheder.

Når vi taler om bankunionen, er der i Danmark ét emne, der – helt relevant – altid dukker op. Den særlige danske realkredit. Netop realkrediten er da også en af de usikkerheder, som får Finansrådet til at sige vent og se.

Igen må jeg sige, at jeg ikke helt forstår argumentet. Danmark har de seneste år brugt rigtig meget politisk kapital på at sikre, at der er plads til realkrediten i den nye fælleseuropæiske regulering. Det er sket i forhandling med 27 lande med hver deres nationale særheder, som skulle sikres. Det er gået godt.

Men vi må ikke tro, at vi med den nuværende regulering er ved vejs ende. Og det nye – herfra – er, at forhandlingssituationen har ændret sig. Beslutningerne vil blive truffet af dem, der er med i bankunionen. De vil helt naturligt forhandle sig på plads med hinanden – og herefter udgøre én stor gruppe af lande, der har valgt et tæt samarbejde på bankområdet. Landene uden for vil derimod være en lille spredt gruppe.

I den situation kan man spørge sig selv, hvordan vi i Danmark skaber størst sikkerhed for den danske realkredit? Ved at deltage i kommende forhandlinger inden for gruppen af lande, der samarbejder? Eller ved at være uden for sammen med nogle få andre lande, der ikke har en særlig interesse i at holde hånden over vores realkreditmodel?

Som bekendt er dansk deltagelse i bankunionen hverken en beslutning, der træffes af Finansrådet eller Nationalbanken. Det er en politisk beslutning. Både spørgsmålet om, hvornår der skal træffes beslutning. Og spørgsmålet om, hvad vi så vælger.

Men vi, der har en rolle i sektoren, har en forpligtelse til at spille med åbne kort og ærligt fremlægge, hvad vi ser og mener.

Det er Nationalbankens klare overbevisning, at det tjener både de danske kreditinstitutters og den danske befolknings interesser bedst at deltage i bankunionen. Vi bør tage den danske real-kredit i hånden og med den banke på fordøren til bankunionen.

Bankunionen er skabt for at give borgerne sikkerhed. Der er ikke noget ved unionen, der gør det dyrere at være husejer eller bankkunde. Tværtimod – øget konkurrence kan gøre det billigere.

Bankunionen vil få stor betydning for Danmark – både hvis vi deltager, og hvis vi måtte vælge at stå udenfor. Vi har derfor brug for en bredere debat, hvor fordele og ulemper kommer til at fremstå klart. I den forbindelse kan jeg allerede nu løfte sløret for, at Nationalbankens vurdering vil blive foldet endnu mere ud i vores næste kvartalsoversigt.

Afslutningsvist vil jeg benytte lejligheden til at takke for det gode samarbejde, vi har haft omkring etablering af Straksclearing. Det har været et stort projekt for os alle. Men vi har nu fået løftet den danske betalingsinfrastruktur, så det er muligt at overføre penge med det samme mellem konti i forskellige banker. Jeg tror, at vi alle i dag kan se fordelene ved at have gennemført dette projekt, der bringer Danmark i front på betalingsområdet.

Tak for ordet.