

7. december 2015

DET TALTE ORD GÆLDER

Tak for invitationen til at tale.

Jeg har i dag disse overordnede budskaber:

På baggrund af de særlige forhold omkring kronen i begyndelsen af året, og ECB's beslutning i torsdags om at nedsætte renten yderligere, vil jeg gerne slå fast, at intet har ændret sig for så vidt angår Nationalbankens vilje og evne til at forsvare fastkurspolitikken.

Mit andet budskab er, at lave renter i lang tid kan medføre høje aktivpriser. De kan dog efterfølgende falde betydeligt og derved medføre tab, også hos långiverne. De lave renter risikerer også at hæmme produktivitetsudviklingen i Danmark, da de er med til at forhindre, at virksomheder med en uholdbar driftsøkonomi lukkes.

Endelig vil jeg understrege, at også i det nye EU-regime for krisehåndtering af banker er Nationalbanken "lender of last resort". Men bankernes likviditetsstyring skal ikke bero på adgang til ekstraordinær likviditetsstøtte i Nationalbanken, hvis de kommer under pres.

Først lidt om konjunkturerne.

Mens væksten i vækstøkonomierne er gået ned i gear, er der fortsat fremgang i de avancerede økonomier. USA er inde i et solidt økonomisk opsving med stigende beskæftigelse og faldende ledighed. I euroområdet vokser stort set alle eurolande mere end deres potentiale, og de er dermed på vej mod en normalisering af kapacitetsudnyttelsen.

Herhjemme bliver væksten i år lidt lavere end tidligere skønnet, men dansk økonomi er fortsat på sporet, og der er udsigt til, at de ledige ressourcer i økonomien bliver knappere over de næste par år. Det ses mest tydeligt på arbejdsmarkedet, hvor stigningen i beskæftigelsen ventes at fortsætte, mens ledigheden falder.

For så vidt angår pengepolitikken, går overvejelserne hos de pengepolitiske myndigheder i USA og euroområdet i øjeblikket i hver sin retning. Mens markedet venter, at Federal Reserve på baggrund af et stærkt arbejdsmarked snart sætter renten op, har ECB i torsdags nedsat sin indlånsrente med 10 basispoint til minus 30 basispoint. Derudover er det igangværende program for opkøb af værdipapirer blevet forlænget. Lempelsen af pengepolitikken i euroområdet blev gennemført med henblik på at sikre, at ECB når sin målsætning om en inflation på under, men tæt ved 2 pct.

I lyset af ECB's pengepolitiske tiltag har Nationalbanken valgt at fastholde de pengepolitiske renter. Det afspejler, at vi siden april og frem til og med november har solgt valuta ved interventioner i valutamarkedet for 230 mia. kr. På den baggrund er det hensigtsmæssigt med en vis indsnævring af rentespændet mellem Danmark og euroområdet.

Vi har stor tålmodighed, hvis det igen skulle blive nødvendigt at intervenere for at undgå en styrkelse af kronen. I en sådan situation er der – som vi også så i begyndelsen af året – ingen grænse for, hvor mange kroner Nationalbanken kan stille til rådighed. Nationalbanken har ikke nogen målsætning for valutareservens størrelse. Så længe de korte renter er lavere herhjemme end i euroområdet, giver den endda et positivt afkast. Vi kan desuden sætte Nationalbankens renter ned, hvis der skulle være behov for det.

Siden marts i år er valutareserven på baggrund af intervention i valutamarkedet blevet reduceret ganske betydeligt, og ved udgangen af november udgjorde den 484 mia. kr. Det er ikke meget over niveauet før den store indstrømning af kapital i januar-februar. Kapitalindstrømningen tilskyndede Nationalbanken til at intervenere for meget store beløb, ligesom renterne blev sat betydeligt ned.

Den gradvise reduktion af reserven afspejler, at investorerne siden den store indstrømning af kapital i begyndelse af året er gået ud af kroner. Samlet er hastigheden dog aftaget. De udenlandske investorer, som købte kroner i begyndelsen af året, har samlet set afhændet dem igen. De hjemlige investorer har også nedbragt deres beholdning af kroner, om end det er sket i et langsommere tempo, og beholdningen på det seneste igen er øget. Finansministeriet har på den baggrund, efter indstilling fra Nationalbanken, genoptaget udstedelsen af statsobligationer. Indtil videre har der været afholdt fem auktioner, hvor der generelt har været stor efterspørgsel.

Det er nu 10 måneder siden, at vi nedsatte indskudsbevisrenten til -0,75 pct. Dengang var det et skridt ind i det ukendte: Aldrig før havde Nationalbanken haft så lave renter, og internationalt havde kun Schweiz kort forinden indført et tilsvarende renteniveau. De lave renter har haft den ønskede effekt. Kronens kurs over for euro har været stabil, og der har ikke været tilløb til hamstring af kontanter.

Historisk har de pengepolitiske renter herhjemme ligget lidt højere end i euroområdet. Aktuelt er rentespændet til euroområdet imidlertid negativt. Investorerne er dermed villige til at holde finansielle investeringer i danske kroner, selv om de får et lidt lavere afkast end i euro. Det langfristede rentespænd mellem Danmark og Tyskland er dog positivt. Tyskland er i lighed med Dan-

mark kendetegnet ved en robust økonomi og overskud på betalingsbalancen. Desuden er renterne i Tyskland i høj grad påvirket af ECB's opkøbsprogram.

Det reducerede rentespænd til euroområdet kan afspejle, at Danmark de seneste år har oparbejdet en betydelig nettoformue over for udlandet. Den øgede formue giver anledning til nogle betalingsstrømme, som trækker i retning af at styrke kronen og dermed at reducere rentespændet.

Opbygningen af Danmarks nettoformue i udlandet er et langvarigt fænomen. Dermed er der også grund til at tro, at rentespændet til euroområdet på langt sigt vil være lavere end tidligere. Præcist hvor meget lavere er dog svært at vurdere. De seneste år har været præget af ekstraordinære begivenheder som statsgældskrisen i en række eurolande og senest den europæiske centralbanks, ECB's, kvantitative lempelser. Disse år kan derfor ikke bruges som pejling på situationen på længere sigt. Det forekommer dog sandsynligt, at Nationalbankens renter fremadrettet vil ligge meget tæt på ECB's renter, og i nogle perioder også lidt lavere.

Skift i de indenlandske investorers villighed til at holde uafdækkede positioner i euro kan føre til udsving i størrelsen på Nationalbankens valutareserve. Valutareserven kan blive betydeligt større, end det tidligere har været tilfældet. Det har vi set et klart eksempel på i år. Hvis danske investorer ikke vil have den valutarisiko, der følger med den større udlandsformue, tilfalder den Nationalbanken, og rentespændet bliver lavt eller negativt. Det er en del af fastkurspolitikken, som i mere end tre årtier har udgjort fundamentet for en stabil samfundsøkonomi.

Lad mig nu rette blikket mod kreditkvalitet. Under krisen fik vi repeteret, at det pant, der ligger til sikkerhed for lånene, kan falde betragteligt i værdi. Vi så det bl.a. på landbrugsjord, erhvervs-ejendomme og ikke mindst på boliger. I flere tilfælde var prisen så stort, at pantets værdi blev mindre end lånet. Det betød, at et lån, der umiddelbart så sikkert ud på bevillingstidspunktet, senere kunne vise sig at give store tab, hvis lånet blev misligholdt, og pantet skulle realiseres. Det gav tab for kreditinstitutterne, især for bankerne, hvis lån sidder yderligt.

Det må vi ikke glemme. For tiden gælder det nok især, når der gives lån til boliger i hovedstaden. Her har stigningstakten i priserne været uholdbar høj, og det har den været i et stykke tid, om end de kvartalsvise prisstigninger for ejerlejligheder er bremset op siden foråret. De højere priser skal ses sammen med en lav rente og det stigende antal indbyggere i hovedstaden. At det slår så stærkt igennem på priserne skyldes bl.a. fraværet af automatiske stabilisatorer i form af en konjunkturmodløbende boligbeskatning. Med fastfrysningen af grundskylden i 2016, der især øger priserne i de store byer, bliver udsvingene endnu større. Det øger risikoen for, at boligens værdi senere bliver mindre end lånet.

Da boligboblen bristede, så vi, at priserne i hovedstaden kan falde meget og hurtigt. Kreditinstitutternes tab på boliglån var dog beskedne. Det skyldtes især de lave renter, som var med til at sikre, at de fleste boligejere kunne blive ved med at betale ydelserne på lånene. Men vi kan ikke forudsætte, at renterne igen vil være lave næste gang, boligpriserne falder.

At renterne kan stige og boligpriserne kan falde bør naturligvis indgå i vurderingerne ved långivning. Det er sunde principper, som også er afspejlet i Finanstilsynets nye vejledning om forsigtighed i kreditvurderingen ved belåning i vækstområder.

De meget lave renter for tiden gør det billigere for virksomhederne at servicere deres gæld. Og det lave renteniveau er så at sige med til at holde nogle af dem kunstigt i live. Hvis renterne stiger, og de har lån med variabel rente, kan de hurtigt vise sig ikke at være levedygtige.

Det tydeligste eksempel er landbrugserhvervet. I 2014 havde næsten hver fjerde landbrug underskud, selv om de var kraftigt hjulpet af de meget lave renter. Hvis renten havde været 2½ procentpoint højere i 2014, ville næsten halvdelen af landbrugene have haft underskud. Altså dobbelt så mange, som det faktisk var tilfældet med de meget lave renter.

En rentestigning på 2,5 procentpoint er ikke meget. Hvis den variable rente på realkreditlån stiger 2,5 procentpoint, vil den omtrent svare til den aktuelle rente på et realkreditlån med fast rente. Det indikerer, at op mod hver anden landmand ikke har råd til et fastforrentet lån, som ellers ville beskytte over for fremtidige stigninger i den korte rente. Det understreger, hvor sårbart landbrugserhvervet er, og at en række landmænd holdes i live som følge af den meget lave rente.

Betydningen af det meget lave renteniveau bør indgå i overvejelserne hos en bank, når den vurderer, hvordan den skal håndtere et lån, som misligholdes. Det gælder for alle lån – ikke kun landbrugslån. I nogle tilfælde kan det være bedre at lukke engagementet i stedet for at vente og håbe på, at virksomheden trods de hårde odds vil klare sig og kunne betale alle sine lån med renter tilbage. Det gælder især, hvis banken skal finansiere et underskud for at holde virksomheden i live. Det er skidt for banken, som senere risikerer at få et større tab end ellers. Og det er skidt for samfundsøkonomien, da det hæmmer produktivt udviklingen. Arbejdskraft og kapital bindes i virksomheder, som ikke er levedygtige, og kan dermed ikke anvendes dér, hvor de er mest produktive.

Jeg vil nu vende mig mod cyberrisici, som er et emne, der får stor opmærksomhed både internationalt og herhjemme. I en stadig mere digitaliseret verden er samfundet afhængig af, at it-systemerne fungerer, og at data er beskyttet. Det gælder også for den finansielle sektor. Det er velkendt, at fremtidige problemer kan komme fra en kant, vi ikke tidligere har set, og den næste udfordring for finansiell stabilitet kan komme i form af et cyberangreb. For Nationalbanken er det en prioritet at øge fokus på cyberrisici. Og jeg har sat cyberrisici på dagsordenen for Det Systemiske Risikoråds møde senere på måneden.

Et andet emne som i øjeblikket får stor opmærksomhed er markedslikviditet. Der er særligt fokus på faldende og mindre robust likviditet i obligationsmarkederne. Et højt likviditetsniveau understøtter et effektivt finansielt system. Nationalbanken vurderer løbende, om ændringer i likviditeten kan medføre negative konsekvenser for finansiell stabilitet og er i den forbindelse i dialog med markedsdeltagerne. Vi sætter, som på andre områder også her, pris på det tætte samarbejde med Finansrådet og dets medlemmer.

Markedslikviditet kan ikke måles direkte, og man er derfor nødt til at basere vurderingen på en række indikatorer. På markedet for realkreditobligationer kan der på baggrund af gængse likviditetsmål ikke ses tydelige tegn på lavere likviditet. Der har dog siden slutningen af 2014 været større volatilitet i likviditeten, hvilket indikerer, at den er blevet mindre robust. Der er derfor risiko for, at der i forhold til tidligere skal mindre stød til, før likviditeten forsvinder i obligationsmarkedet.

Markedsdeltagere peger på, at marked makerne er blevet mindre villige til at absorbere ubalancer mellem udbud og efterspørgsel af obligationerne. Det skal ses i lyset af, at lavere risikovillighed og øget kapital- og likviditetsregulering efter finanskrisen kan betyde, at bankerne mindsker deres market making på obligationsmarkedet. Danske banker har det seneste år reduceret deres beholdning af realkreditobligationer til brug for market making, hvilket understøtter dette billede.

Likviditeten i danske statsobligationer faldt i 2015. Samme billede tegner sig på andre europæiske statsgældsmarkeder, men Danmark var påvirket i særlig grad som følge af udstedelsesstoppet. Siden genoptagelsen af obligationsudstedelserne i oktober har efterspørgslen generelt været høj, og likviditeten er forbedret. Handelsomfanget er tilbage på niveauet før udstedelsesstoppet. Prisstillelsen er også blevet skarpere, men der er fortsat plads til forbedring.

Til slut vil jeg komme ind på, at vi – ligesom resten af EU – som bekendt har fået et nyt krisehåndteringsregime, BRRD, der fastlægger ens regler for, hvordan kriseramte banker skal håndteres. Reglerne skal være fuldt implementeret 1. januar 2016. Det grundlæggende princip er, at det er ejerne og kreditorerne, der skal bære eventuelle tab, ikke staten. Det er et sundt princip, der skal sikre, at vi får gjort op med den implicitte statsgaranti til de største banker.

Det nye regelsæt stiller krav om, at alle banker skal udarbejde en genopretningsplan. Den skal beskrive, hvordan banken kan agere, hvis den kommer i vanskeligheder. Banken bør, i langt højere grad end tidligere, selv være i stand til at tage de nødvendige skridt for at genoprette sin likviditetssituation. En bank må ikke planlægge med ekstraordinær likviditetsstøtte fra Nationalbanken.

Nationalbanken er stadig "lender of last resort", som vi altid har været. Det gælder både, hvis der opstår likviditetsvanskeligheder i sektoren generelt, eller hvis en enkelt solvent bank får et akut likviditetsbehov. Ekstraordinær likviditetsstøtte til en enkelt bank omtales også som Emergency Liquidity Assistance eller ELA. Rollen som "lender of last resort" er en del af Nationalbankens op-

gave med at bidrage til finansiel stabilitet. Men bankernes likviditetsstyring skal selvsagt ikke bero på adgang til ekstraordinær likviditetsstøtte i Nationalbanken, hvis de kommer under pres.

Hvis en bank anmoder om ELA, vil Nationalbanken som långiver vurdere, om banken er solvent og kreditværdig og dermed er i stand til at betale lånet tilbage ved udløb. Her vil Nationalbanken naturligt inddrage Finanstilsynets vurdering om bankens solvens- og likviditetsmæssige situation. Nationalbanken vil også stille krav om betryggende sikkerhed for det tildelte beløb.

Ingen banker er på forhånd udelukket fra at få bevilget ELA. Men Nationalbanken vil, udover solvens, kreditværdighed og evnen til at stille sikkerhed, også vurdere, om hensynet til finansiel stabilitet berettiger ELA. Denne vurdering vil afhænge af de konkrete omstændigheder i den pågældende situation. I det nye krisehåndteringsregime har Finansiell Stabilitet som afviklingsmyndighed en række afviklingsværktøjer, der kan forhindre, at en afvikling fører til finansiel ustabilitet. Dermed er der et reelt alternativ til at give ELA. Vi forventer derfor, at det nye krisehåndteringsregime vil indskrænke de situationer, hvor det er relevant at yde ELA.

Tillad mig her til slut at gentage mine overordnede budskaber:

Hverken de usædvanlige forhold omkring kronen i begyndelsen af året eller ECB's beslutning i torsdags om at nedsætte renten ændrer ved Nationalbankens vilje og evne til at forsvare fastkurspolitikken.

Mit andet budskab er, at bankerne skal være opmærksomme på, at lave renter i lang tid kan give risici for kreditkvaliteten, fx gennem udsving i pantets værdi. De lave renter kan også hæmme produktiviteten, da de er med til at forhindre, at virksomheder med en uholdbar driftsøkonomi lykkes.

Mit sidste budskab er, at Nationalbanken er "lender of last resort", også i det nye EU-regime for krisehåndtering af banker. Men lad mig understrege, at bankernes likviditetsstyring ikke må bero på adgang til ekstraordinær likviditetsstøtte i Nationalbanken.

Tak for ordet.