

DET TALTE ORD GÆLDER

8. maj 2014

Den internationale økonomi er i fremgang. I USA tager opsvinget til, og også i euroområdet er der opmuntrende takter med positiv vækst de seneste tre kvartaler. Der er nu også fremgang i de gældsplagede sydeuropæiske lande med undtagelse af Grækenland. Renterne er faldet i disse lande, og statsrentespændene over for Tyskland er indsnævret. Den græske stat kan igen låne på de internationale kapitalmarkeder. Det er første gang i snart fire år. I vækstøkonomierne er væksten til gengæld aftaget, og der er øget usikkerhed om en række af økonomierne, bl.a. Brasilien, Argentina og Tyrkiet, hvor der har været kapitaludstrømning og svækkelse af valutaerne. Jokeren for øjeblikket er imidlertid udviklingen i Ukraine. Hidtil har krisen ikke givet sig de store udslag på de internationale kapitalmarkeder, når bortses fra Rusland, men det kan bestemt ændre sig. Samlet set er forventningerne dog, at det globale opsving tager til i indeværende år.

Den amerikanske økonomi er nu så stærk, at den amerikanske centralbank i januar kunne påbegynde den tidligere annoncerede neddrøstring af sine støtteopkøb af obligationer. Fed har meddelt, at man vil reducere de månedlige opkøb efter hvert møde i den pengepolitiske komité resten af året, givet at økonomien udvikler sig som forudset. Forventningerne i markedet er, at den pengepolitiske rente først for alvor vil begynde at stige i 2. halvår 2015, så der er udsigt til, at det lave renteniveau fortsætter en rum tid endnu. Udviklingen på det amerikanske arbejdsmarked er afgørende for hvor længe.

Under lavkonjunkturer er der normalt en tendens til, at arbejdsstyrken reduceres, bl.a. fordi nogle ledige opgiver at finde arbejde. Omvendt øges arbejdsstyrken i gode tider, hvor der er bedre muligheder for at få et job. I modsætning til situationen i USA er arbejdsstyrken imidlertid steget i euroområdet under den økonomiske krise, bl.a. som følge af arbejdsmarkeds- og pensionsreformer. Sådanne reformer styrker de offentlige finanser og fremmer vækstpotentialet på sigt, men i første omgang har det fået ledigheden i euroområdet til at stige mere, end faldet i beskæftigelsen ville tilsige. De første tegn på, at ledigheden er på vej ned i nogle af de værst ramte lande, som fx Spanien og Portugal, har dog vist sig. Det er positivt.

Den høje arbejdsløshed i euroområdet har lagt en dæmper på lønudviklingen. Sammen med en moderat udvikling i importpriserne, herunder på energi, er det hovedårsagen til den meget lave

prisstigningstakt i øjeblikket. Der ser dog ud til at være en lidt højere lønstigningstakt på vej i Tyskland. Højere tyske lønstigninger kan lette tilpasningen i de gældsplagede økonomier, uden at ECB's målsætning for inflationen bringes i fare. En appreciering af euroen er med til at holde importpriserne nede. I april steg priserne kun 0,7 pct. i euroområdet. Samlet set er inflationsforventningerne dog velforankret omkring 2 pct., og ECB vurderer, at der ikke er risiko for deflation i euroområdet.

Også herhjemme er der fremgang i den økonomiske aktivitet, selv om vækstforløbet har været noget ujævnt. De store kvartalsvise udsving i nationalregnskabstallene sammen med ofte betydelige revisioner af de først offentliggjorte tal gør tallene mindre anvendelige til at finde ud af, præcis hvor økonomien er henne rent konjunkturmæssigt. Det er dog formentlig noget, vi må leve med og passe på ikke at tolke for hårdt på væksten i et enkelt kvartal.

Privatforbruget har endnu ikke løftet sig, selv om grundlaget må siges at være til stede. Den private opsparing har været høj i en årrække. Renteniveauet er fortsat historisk lavt samtidig med, at der er udsigt til stigende realløn bl.a. som følge af en lav – men dog positiv – prisstigningstakt. Hertil kommer positive forbrugerforventninger og stigning i husholdningernes nettoformue. På den anden side er bruttogældskvoten fortsat høj, så der kan være et ønske om yderligere konsolidering. I Nationalbankens seneste prognose skønnes, at vi vil se en pæn vækst i det private forbrug den kommende tid – men det har vi på den anden siden skønnet et stykke tid, uden at det har materialiseret sig.

Med til at underbygge skønnet er positive takter på det danske arbejdsmarked med faldende ledighed, og stigning i antallet af beskæftigede især i den private sektor, selv om tallene også på dette område er usikre. Ledigheden er faldet mest for ufaglærte og inden for byggeriet. Nationalbankens vurdering er, at selv ved et moderat opsving kan arbejdsmarkedet hurtigt stramme til sådan at forstå, at der opstår mangel på faglært arbejdskraft og specialister. De første tegn på mangel på ledige hænder er allerede begyndt at vise sig i nogle områder. Trods en moderat lønstigningstakt i historisk perspektiv herhjemme ser det ud til, at de senere års forbedring af den danske lønkonkurrenceevne er ved at ophøre. Den danske lønstigningstakt er nu på niveau med den udenlandske.

Nationalbanken skønner i sin seneste prognose fra marts, at væksten i BNP bliver 1,4 pct. i år stigende til 1,7 pct. næste år. Det er over potentialet, så kapacitetssituationen normaliseres frem mod 2016. Skal den økonomiske vækst op på et højere niveau på en holdbar måde, kræver det, at væksten i produktiviteten øges. Det understreget behovet for, at reformsproget fastholdes politisk.

Den allerede meget lempelige pengepolitik i euroområdet har i en periode givet lave renter, som har været med til at understøtte økonomien. Danmark har i kraft af en grundlæggende god økonomi med sunde balancer kunne drage nytte af det lave renteniveau. Vi er i perioder blevet opfattet som en sikker havn blandt internationale investorer. Det har i perioder styrket den danske krone over for euro.

Med virkning fra den 25. april 2014 satte Nationalbanken indskudsbevisrenten op med 0,15 procentpoint, og denne er dermed tilbage i positivt territorium. Udlånsrenten, diskontoen og folio-renten forblev uændrede. Renteforhøjelsen skete på baggrund af salg af valuta i markedet.

I takt med de løbende indfrielse af 3-årige lån er likviditetssituationen i euroområdet blevet strammere de seneste måneder. Det har fået de korte pengemarkedsrenter i euroområdet til at stige, og fået det danske rentespænd over for euroområdet til at blive mere negativt, da de korte markedsrenter i euroområdet er højere end de danske. Det gav en svækkelse af kronen. Nationalbanken fulgte sit sædvanlige reaktionsmønster ved først at intervenere i valutamarkedet og - da udviklingen var mere vedvarende - at forhøje renten. Det er Nationalbankens sædvanlige reaktionsfunktion, som er velkendt af markedsdeltagerne.

De pengepolitiske modparters foliorammer blev opjusteret i forbindelse med indførelsen af negativ rente på indskudsbeviser i juli 2012. Det skete for at mindske den belastning, som en negativ indskudsbevisrente påfører de pengepolitiske modparter. Foliorammerne normaliseres nu i forbindelse med, at indskudsbevisrenten igen bliver positiv. Formålet med foliorammesystemet er som bekendt at sikre, at der ikke opbygges store indskud på folio i Nationalbanken, som umiddelbart kan anvendes til spekulation i en svækkelse af kronen.

Den økonomiske udvikling siden 2008 har været ujævnt fordel på tværs af Danmark. Fremgangen har i overvejende grad fundet sted i de store byer, især trukket af hovedstaden, hvor 40 pct. af værdiskabelsen i landet sker. I København og omegn er BNP nu større end før krisen, mens det endnu ikke er tilfældet på landsplan. De senere års fremgang i både aktivitet og beskæftigelse er hovedsagelig sket inden for brancher som rådgivning, forskning, it- og informationstjenester og medicinalindustri. Det er videnstunge sektorer, som fortrinsvist er beliggende i de større byer. Det er således i byerne, at sektorerne i fremgang er placeret og samtidig de erhverv, som vil få størst glæde af en konjunkturfremgang. Det er også de erhverv, der har haft den stærkeste stigning i produktiviteten. Stigende indenlandsk efterspørgsel vil på den anden side formentlig kun i mindre grad påvirke landbrug og traditionel industri, erhverv som er stærke i udkantsområderne. Den beskrevne udvikling i erhvervsstrukturen har stået på over en længere årrække, og er ikke et isoleret dansk fænomen.

Målt pr. indbygger er der også store regionale forskelle. Tages der imidlertid hensyn til pendling og den ganske massive regionale omfordeling via de offentlige kasser, er de disponible indkomster – og dermed forbrugsmuligheder – langt mere ligeligt fordelt på tværs af regioner. I 2012 var der kun en forskel på 10.000 kr. mellem den højeste, gennemsnitlige årlige disponible indkomst, der fandtes i Hovedstaden og den laveste i Region Syddanmark. Der er bred politisk opbakning til den regionale udligning, men det ændrer ikke ved, at nogle områder er mere udfordrede end andre.

De regionale forskelle i aktivitet har naturlig nok givet sig udslag i beskæftigelsesudviklingen. Siden 2008 er beskæftigelsen faldet mindst i og omkring København og i Østjylland, mens Vest- og Sydsjælland, Fyn og Vestjylland har haft de største beskæftigelsestab. Beskæftigelsesfrekvensen

ligger højere i hovedstaden end i andre regioner. Men der er herudover betydelige forskelle internt i regionerne, hvor bykommunerne generelt klarer sig bedre end landkommunerne. Beskæftigelsen er stagneret eller gået tilbage inden for de mere traditionelle erhverv som landbrug og den del af industrien, som anvender relativt meget lavt uddannet arbejdskraft.

Bag den forskelligartede udvikling i økonomisk aktivitet ligger en tilsvarende udvikling i befolkningens væksten med stigende urbanisering. Siden 2008 har der været en betydelig tilvandring til de større byer, især af unge mennesker og folk med arbejde, mens pensionister og ledige er flyttet væk. Det er overvejende 19-24-årige, der flytter til byerne, ofte for at tage en uddannelse. De bliver imidlertid i stadig højere grad boende i byerne efter endt uddannelse. Til gengæld er andelen af befolkningen over 65 lavest i hovedstaden. I Danmarks Statistiks befolkningsfremskrivning ventes dette mønster at fortsætte frem mod år 2030.

Befolkningsudviklingens geografiske fordeling har sit spejlbillede på boligmarkedet. Boligpriserne i byområderne er steget langt over tid, i og med at stadig flere mennesker skal huses på et stort set givet areal. I hovedstaden er det især priserne på ejerlejligheder, som er steget. Målt i niveau er priserne i København dog ikke specielt høje, når der sammenlignes med prisniveauerne i andre Nordeuropæiske hovedsteder, men det er ikke desto mindre en udvikling, som må følges tæt. Vi skulle nødt ud i nye bobler på boligmarkedet. I andre områder falder huspriserne og fænomenet med usælgelige huse, der står og forfalder, er velkendt. Nogle områder har desuden en klar overrepræsentation af husholdninger med en belåningsgrad over 80 pct. De potentielle tab ved misligholdelse af lån er derfor højere i disse områder. Det ser foreløbigt ikke ud til, at fremgangen i storbyerne er begyndt at sprede sig til resten af landet, sådan som vi så det under sidste højkonjunktur. Der er derfor risiko for, at der vil vedblive med at være nedskrivninger og tab i de kommende år i nogle områder som fx Vest- og Sydsjælland, der har en klar overrepræsentation af både restancer på realkreditlån og tvangsauktioner.

Spørgsmålet er, i hvor høj grad den udvikling, vi ser i disse år, er strukturel eller blot konjunktuel. Vil den positive udvikling i hovedstaden og enkelte andre storbyer på et tidspunkt trække resten af landet i samme retning, eller er storbyerne i færd med at marginalisere resten af landet? Den demografiske udvikling, søgningen mod byerne, har strukturelle træk. Der er tale om en acceleration af en udvikling, som har stået på i lang tid, og som i øvrigt er global. En konjunkturfremgang vil muligvis bremse udviklingen, som vi så under den seneste højkonjunktur samt i første halvdel af 1980'erne, men næppe vende den. Forskelle i huspriser kan også på et tidspunkt blive så stor, at gevinsten ved at flytte ud bremser en underliggende søgning mod byerne, men vil formentlig kun påvirke det umiddelbare opland til byerne, dvs. i pendlerafstand.

Hvor står den finansielle sektor i alt dette? Den samlede kreditgivning ligger fortsat på et højt niveau set i et længere perspektiv. Konsolidering og gældsnedbringelse i virksomheder og husholdninger indebærer, at der ikke er grund til umiddelbart at forvente en kraftig vækst i efterspørgslen efter kredit i takt med forbedring af konjunktursituationen. Der er en stor akkumuleret opsparring i husholdningerne og især virksomhederne, så behovet for at låne er umiddelbart ikke stort. Hvis et konjunkturuomslag ledsages af en behersket låneefterspørgsel, må pengeinstitutter-

nes udlånskapacitet tilpasses niveauet for kreditefterspørgsel og ikke begynde en uholdbar krediteksponering – vi kæmper stadig med efterveerne efter den sidste. Det er vigtigt for den fremtidige finansielle stabilitet, at I ikke svækker kreditstandarderne til et for lavt niveau. Nogle lokale pengeinstitutter har klaret sig godt gennem krisen, men der er stadig mange, som har en lav egenkapitalforrentning og høje omkostninger. Lokale institutter er særligt udfordret af den underliggende strukturelle søgen mod byerne. Det svage boligmarked i områder som Vest- og Sydsjælland afspejles i en klar overrepræsentation af husholdninger med en belåningsgrad over 80 pct. og overrepræsentation af restancer på realkreditlån og tvangsauktioner. Dertil kommer negative effekter på fx det lokale handelsliv.

Den vigtigste erkendelse må være, at der ikke er udsigt til, at vi er på vej tilbage til en situation, der blot tilnærmelsesvis ligner udviklingen i 00'erne, der i nogle pengeinstitutters øjne var at ligne med "de glade 20'ere". Den tid er forbi, og den skal man ikke ønske sig tilbage til. Det bliver ikke lettere at drive bank frem over. Og selv om nogle måske kunne lade sig friste af den høje vækst i byerne, er løsningen ikke forretningseventyr uden for pengeinstituttets naturlige opland. Det har vi efterhånden set for mange fejlslagne forsøg på. Hertil kommer krav til ny teknologi og konkurrence fra nye kanter.

Der er ikke tvivl om, at den høje udlånsvækst i pengeinstitutsektoren forud for finanskrisen skete på bekostning af kreditkvaliteten. De senere år er pengeinstitutternes indenlandske udlån i forhold til beskæftigelsen i sektoren imidlertid fladet ud. Det afspejler et behov for yderligere kapacitetstilpasning i sektoren. Det kan enten ske ved neddrøsing af aktiviteter eller ved at finde en fusionspartner med henblik på at opnå en mere rentabel forretning.

Den væsentligste driftsomkostning ved pengeinstitutvirksomhed er løn til de ansatte. Ser man på de rå lønniveauer, har der helt tilbage til begyndelsen af 1980'erne været en tendens til, at gennemsnitslønningerne i finanssektoren har ligget over den øvrige del af økonomien. Størstedelen af merlønnen i den finansielle sektor afspejler den uddannelsesmæssige sammensætning af personalet, kompleksiteten af jobfunktioner, geografiske forhold mv. Der kan ligeledes være andre forhold, som kan betinge et relativt højt lønniveau, fx høj produktivitet eller høj indtjeningssevne fremkommet ved effektiv udnyttelse af højtuddannet specialiseret arbejdskraft. Alle disse forklaringer til trods, kommer vi ikke uden om, at lønniveauet i sektoren er højt, og at der i de kommende år kan komme et nedadgående pres på lønnen.

Omvendt kan ejerstrukturen i den finansielle sektor eller mangel på stærk potentiel konkurrence fra udlandet tænkes at hæmme presset for effektiv omkostningsstyring og udligning af merløninger over tid. Det er derfor en vigtig del af ledelsesopgaven i den finansielle sektor løbende at have fokus på at sikre sammenhæng mellem de ansattes lønniveau og deres produktivitet og værdi for virksomheden. Et vigtigt incitament til dette er, at den finansielle sektor siden 1988 har betalt en særlig lønsumsafgift.

Jeg vil nu vende mig mod situationen i landbrugserhvervet, som har stor betydning for en del mindre pengeinstitutter. Jordpriserne steg i årene op til vendingen i økonomien i 2008 mere end huspriserne. Det er i dag klart, at der var tale om en decideret "jordprisboble", hvor hektarpriserne kom fuldstændig ud af trit med, hvad jorden kunne give i afkast ved at dyrke den. En del af den store prisstigning på jord og landbrugsejendomme skyldtes udbygning af svineproduktionen, hvor der var behov for jord til gyllespredning. Siden 2010 er stigningen i svineproduktionen fladet ud. Samtidig er jordpriserne faldet betydeligt, men de ligger stadig noget over niveauet forud for finanskrisen, og de forekommer stadig høje set i forhold til afkastpotentialet, især i en situation med en normalisering af renteniveauet.

Stigningerne i jordpriser og ejendomsværdier blev brugt som "sikkerhed" for låntagning i banker og realkreditinstitutter. Jeg har i min tekst sat ordet "sikkerhed" i anførselstegn, da det med fallende jordpriser i dag er tydeligt, at disse sikkerheder ikke er meget værd for de yderste lån i prioritetsrækkefølgen. Långivningen skete ofte i forventning om yderligere jordprisstigninger og var dermed i et vist omfang selv med til at drive priserne yderligere op – det klassiske kendetegn på en boble, hvor forventningerne i en periode bliver selvopfyldende ind til den dag, hvor forventningerne vender, og boblen brister. Resultatet af den beskrevne udvikling er et stærkt forgældet landbrugserhverv med lav soliditet i mange ejendomme. Samtidig er lånene ofte af den mest risikable type – korte variabelt forrentede lån uden afdrag. I årene op til krisen var det endvidere yndet at optage lån i schweizerfranc uden yderligere afdækning. Med indtægter i kroner og finansieringsudgifter i schweizerfranc var dette et yderligere risikomoment, som gik godt i en del år, men siden 2008 har landbruget skønsomt tabt omkring 10 mia. kr. på sådanne arrangementer.

Strukturtilpasningen i landbruget kører for fuld kraft, og mange har forladt erhvervet. De stigende jordpriser gjorde, at dette ofte kunne ske med en betydelig gevinst på lommen. Sælgerne var ofte ældre landmænd, der havde købt deres ejendom til en betydeligt lavere pris og dermed havde en relativt lille gæld og forholdsvis stor egenkapital. Ifølge Fødevareøkonomisk Institut blev der i perioden 2003 til 2010 trukket ca. 55 mia. kr. i egenkapital ud af erhvervet på den konto. Hertil kommer, at en del af stigningen i ejendomspriserne blev brugt som sikkerhed for låntagning til køb af andre materielle og finansielle aktiver end landbrugsejendomme eller inventar og løsøre. En del af værdistigningen er populært sagt blevet "spist op" eller brugt til spekulation.

Vi står samtidig fortsat over for et betydeligt behov for ejerskifte i erhvervet. Ifølge Landbrugsavisen er der syv gange så mange landmænd over 65 som under 35. Det kunne således være værd at overveje metoder til, at sælgerne af landbrug i højere grad end i dag kunne se en fordel i at lade en del af pengene blive i erhvervet og lette ejerskifter. Det kunne fx ske med anvendelse af sælgerpantebreve, hvor sælger bidrog til finansieringen og dermed mindskede behovet for lån i penge- og realkreditinstitutter. Et sådant pantebrev vil komme til at stå yderst i prioritetsrækkefølgen, så det svarer til, at sælger påtager sig en betydelig del af risikoen. Det kan måske afskrække nogen fra at bruge denne løsning. Det er under alle omstændigheder nødvendigt at overveje modeller til at forbedre kapitaliseringen af landbruget.

Den mest udbredte ejerform er stadig selveje. Det betyder, at yngre landmænd selv skal stille med en stor mængde kapital for at kunne overtage en bedrift. I Østeuropa har danske landmænd med succes etableret sig som selskaber. Det ville være positivt, hvis nye ejerskabsformer kunne blive introduceret også herhjemme med henblik på at tiltrække nye investorer, ligesom der bør være et incitament til en vis egenkapitalfinansiering. Måske kan der findes inspiration i andre modeller, fx private equity, hvor landmanden deler såvel tab som gevinstpotentiale med eksterne investorer. I dagens model har landmanden gevinstpotentialet, mens banken har tabsrisikoen.

Indtjeningsmæssigt befinder landbruget sig i disse år i en gunstigere situation end i tidligere år i kraft af et formentlig midlertidig stigende sektorbytteforhold og et historisk lavt renteniveau. Alligevel er erhvervet kun i stand til at levere en egenkapitalforrentning på i gennemsnit 2-3 pct. pr. år, hvilket ikke står i rimeligt forhold til den risiko, der løbes. Og det i en situation hvor den effektive rente efter skat på et realkreditlån er under 2 pct.

Der kan næppe ventes stigende jordpriser lige med det første, snarere tværtimod, ligesom den overvejende variable forrentning udelukker kursgevinster på gælden ved en normalisering af renteniveauet. Kapitalgevinster på aktiver og passiver kan således ikke forventes at reducere den lave soliditet. Gældsproblemerne må løses via den løbende indtjening, ligesom der næppe er nogen vej uden om, at nogle af de mindst produktive og/eller mest forgældede landbrug må gå ned og hjem, så tavlen viskes ren. Langt de fleste pengeinstitutter kan bære dette. Det sundeste er, at tabene bæres af dem, som har givet lånene. Tabene skal ikke "socialiseres". Det er ikke blot et spørgsmål om, hvem der i givet fald skulle betale, men ville også være uheldigt for den fremtidige adfærd hos såvel långivere som låntagere, også kaldet "moral hazard". Samtidig nytter det ikke noget at sidde og vente på, at konjunkturerne løser problemerne. Det sker ikke.

På den anden side skal landbrugserhvervet også finansieres i fremtiden. Den væsentligste finansieringskilde frem over vil stadig være penge- og realkreditinstitutter. Det bør blot sikres, at långivningen sker ud fra sunde driftsøkonomiske principper til ejere med tilstrækkelig egenkapital.

Tak for ordet.