

31. maj 2022

Danmarks Nationalbank deler generelt formandskabets vurdering af den aktuelle konjunktursituation og risikobilledet. Aktivitetsniveauet er højt, og der er stort pres på arbejdsmarkedet. Vi forventer ligesom formandskabet, at krigen i Ukraine dæmper vækstudsigterne og skubber yderligere til inflationen, der vil være særdeles høj i år. Formandskabet forventer dog et noget svagere vækstforløb end Nationalbanken samt et større fald i beskæftigelsen over de kommende år. I den aktuelle situation er der kommet nogen modvind til realøkonomien, bl.a. i form af høj inflation, højere renter og en stramning af pengepolitikken. Formandskabets prognose indebærer, at produktions- og beskæftigelsesgabene gradvist lukkes i løbet af de kommende år fra et højt niveau.

Det aktuelle kapacitetspres, tiltagende lønstigninger og den højeste inflation i næsten 40 år tilsiger, at finanspolitikken ikke bør skubbe yderligere til efterspørgslen. Derfor konstaterede Nationalbanken i marts, at det er nødvendigt, at finanspolitikken tager luft ud af økonomien andre steder, hvis nye finanspolitiske tiltag øger kapacitetspresset i økonomien. Det budskab er om noget forstærket siden marts set i lyset af det aktuelle kapacitetspres og den høje inflation. Budskabet er i overensstemmelse med formandskabets anbefalinger om, at øgede udgifter finansieres på en måde, så det samlede pres fra efterspørgslen ikke øges, samt at den lave saldogrænse i den nuværende situation ikke anvendes til at lempe finanspolitikken.

Den store efterspørgsel efter arbejdskraft fører til højere lønstigninger, hvilket på længere sigt medvirker til, at efterspørgslen efter arbejdskraft tilpasses udbuddet. Givet de stærke balancer er der nogen plads til et moderat løft i lønniveauet. Høj inflation og forventninger om, at den vedbliver høj lidt endnu, er ikke en god anledning til at lade lønningerne stige mere, end der ellers var udsigt til.

Det er formandskabets vurdering, at udgifter til kompensationstiltag for de høje prisstigninger, som fx varmechecken, er en fordelingspolitisk

beslutning, der kun indirekte er knyttet til krigen i Ukraine. Udgifter til kompensationsordninger bør derfor ikke undtages fra de grænser for underskud, der er i budgetloven, som det har været muligt med de ekstraordinære og midlertidige udgifter knyttet direkte til pandemien og krigen i Ukraine. Nationalbanken er enig heri, da det er en glidebane. Dertil bør tiltag som subsidier og afgiftsnedsættelser helt undgås, da de forøger markedspriserne yderligere og blot virker som en indkomstoverførsel til eksportørerne på bekostning af statsfinanserne i de importerende lande.

Formandskabet bemærker, at regeringens udspil til en "Grøn skattereform" indeholder en uens CO₂-afgift på tværs af brancher, hvilket fordyrer klimapolitikken. Nationalbanken deler denne vurdering. Den omkostnings-effektive måde at opnå klimalovens målsætninger er en ensartet beskatning, der omfatter alle nettoudledninger af drivhusgas. Nationalbanken kvitterer omvendt for, at udspillet lægger op til, at CO₂-afgiften på kvotebelagte brancher stiger, hvis kvoteprisen falder. Det skaber klarhed om den fremtidige drivhusgasbeskatning. Viden om fremtidige afgiftsniveauer støtter op om finansiell stabilitet, da det bidrager til at tydeliggøre risici ved udledningsintensive forretningsmodeller. Det kan forhindre en fastlåsnings af urentable investeringer i den enkelte virksomhed. Samtidig vil viden mindske usikkerheden vedrørende omstillingen og dermed understøtte prisfastsættelse af klimarelaterede risici i finansielle markeder.

Nationalbanken deler formandskabets betragtninger om, at en reduktion af skatteværdien af rentefradraget reducerer den skattemæssige asymmetri og mindsker uligheden. Forslaget vil mindske tilskyndelsen til at optage gæld og dermed styrke dansk økonomis robusthed og den finansielle stabilitet. I den aktuelle situation kan det også yde et bidrag til at dæmpe kapacitetspresset.

Behov for flere typer makroprudentielle tiltag for at sikre finansiell stabilitet

Diskussionsoplægget fra formandskabet indeholder et specialkapitel om låneregulering på boligmarkedet. Nationalbanken kvitterer for en grundig gennemgang af litteraturen om låntagerrettede tiltag og makroprudentiel politik mere generelt. I sin gennemgang refererer formandskabet bl.a. til studier, der viser, at låntagerrettede tiltag har vist sig effektive til at dæmpe boligprisudsving og kreditvækst, som er de to væsentligste drivkræfter bag finansielle kriser. Samtidig peger formandskabet på, at de låntagerrettede tiltag i Danmark er lempelige i en international sammenligning. Det gælder i øvrigt også i en historisk dansk kontekst, hvor lånereglerne eksempelvis var betydeligt skrapere i 1980'erne og 1990'erne, end de er i dag.

Formandskabet konkluderer, at der ikke er klare argumenter for, at låntagerrettet regulering er mest hensigtsmæssigt til at sikre finansiell stabilitet.

Nationalbanken er enig med formandskabet i, at kapital- og likviditetskrav er en hjørnesteen i den nuværende regulering, og at godt kapitaliserede banker og realkreditinstitutter bedre kan absorbere de tab, der vil komme i en krise. Nationalbanken mener dog ikke, at kapital- og likviditetskrav kan stå alene.

Erfaringerne fra tidligere systemiske finansielle kriser viser, at man ikke kan se på finansiell og makroøkonomisk stabilitet hver for sig. Finansielle kriser har store omkostninger for samfundet, når risici materialiserer sig, og boligmarkedet – og erhvervsejendomsmarkedet – har flere gange spillet en betydelig rolle. Derfor har makroprudentielle myndigheder i både Danmark og i udlandet siden finanskrisen implementeret en række låntagerrettede tiltag med det eksplicite formål at begrænse systemiske risici, der bygges op i samspillet mellem realøkonomien og den finansielle sektor.

Målrettede tiltag, der reducerer gældsætningen blandt de boligejere, der gældsætter sig hårdest, bidrager til den finansielle stabilitet ved at reducere sandsynligheden for, at en krise opstår. Kapitalkrav reducerer til gengæld skadevirkningerne, når en krise opstår. De to typer makroprudentielle tiltag komplementerer derfor hinanden. Nationalbanken ser i modsætning til formandskabet et behov for at indføre et simpelt låntagerrettet tiltag, der direkte begrænser adgangen til afdragsfrie realkreditlån ved høje belåningsgrader. Et simpelt afdragskrav kan samtidig gøre op med en række uhensigtsmæssigheder og unødigt kompleksitet i den nuværende regulering.

Nationalbanken er enig i, at det også er vigtigt nøje at overvåge institutternes erhvervslån, herunder lån mod pant i erhvervsejendomme. Det er bl.a. baggrunden for, at Det Systemiske Risikoråd i december 2021 opfordrede Finanstilsynet til at sikre, at sektorens risikovægte på udlån mod pant i boligudlejningsejendomme er tilstrækkelige til at kunne absorbere de estimerede tab i et hårdt, men ikke usandsynligt scenarie.¹

¹ Det Systemiske Risikoråd, pressemeddelelse, december 2021 ([link](#)).