

Må ikke offentliggøres før talen er holdt  
den 5. december 2007 kl. 12.00

Det talte ord gælder

## **Tale til Finansrådets årsmøde 5. december 2007**

### **Nationalbankdirektør Nils Bernstein**

Det globale finansielle system har gennem flere år været præget af fremgang og høj vækst i forretningsomfanget. Innovationen har været betydelig, og der er kommet mange nye produkter og forretningskoncepter til. Indtjeningen har været i top. Egenkapitalforrentningen blandt de største globale banker har været støt stigende i en årrække og nåede over 20 pct. i gennemsnit i første halvår af 2007.

Fremgangen standsede ganske brat i løbet af nogle få dage i sommerferien. Det havde længe været kendt, at det amerikanske boligmarked var skrøbeligt. Tabene var stigende på boliglån til mindre kreditværdige husstande – såkaldte sub-prime lån. Vurderingen var imidlertid, at dette marked ikke havde en størrelse, som kunne have konsekvenser for den globale finansielle stabilitet. Endvidere havde fremkomsten af nye finansielle instrumenter tilsyneladende medvirket til at få spredt tabsrisikoen på sub-prime lån ud til mange forskellige investorer.

Denne vurdering holdt ikke stik.

Investeringsselskaber havde investeret i sub-prime lån indpakket som strukturerede obligationer. Investeringerne var foretaget for lånte midler i form af udstedelse af kortfristede værdipapirer. Det viste sig, at store banker var tæt forbundet med disse selskaber via likviditetsgarantier eller ejerskab. Tabsrisikoen på sub-prime lån var dermed også hos bankerne i et uigennemskueligt omfang. Der opstod derfor usikkerhed om, hvem der i sidste ende bar tabsrisikoen på sub-prime lån.

I løbet af ganske kort tid gik nogle af de mest likvide markeder med den højeste rating i stå. Det blev svært at udstede kortfristede værdipapirer, garanteret af guldrandede banker. Over det meste af verden koncentrerede banker sig om at sikre egen likviditet og var tøvende med at udlåne overskudslikviditet til andre banker – navnlig på løbetider ud over nogle få dage. To tyske banker kom i vanskeligheder som følge af eksponeringer over for investeringsselskaber. En britisk bank blev bragt i knæ. Ikke af sub-prime lån, men fordi bankens forretningsmodel var baseret på løbende adgang til finansiering på penge- og kapitalmarkederne. Vi oplevede det sjældne syn at se indskydere stå i kø uden for en bank for at hæve deres indskud.

Det var begyndelsen på den likviditetskrise, som med vekslende intensitet har præget penge- og kapitalmarkederne i en stor del af verden siden juli måned. Centralbankerne i USA, euroområdet og Storbritannien tilføjer på fjerde måned med jævne mellemrum likviditet mod sikkerhed til markedet for at stabilisere de korte renter og forbedre pengemarkedets funktion.

Der hersker fortsat betydelig usikkerhed om tabenes omfang og den fremtidige udvikling heri. Fra tid til anden vælter nye skeletter ud af skabene i form af meddelelser fra banker om flere tab på sub-prime lån. Aktiekurserne er faldet betydeligt for banker, som er eksponeret over for sub-prime lån. De finansielle markeder er præget af frygt for, at tabene spreder sig til andre dele af markedet for amerikanske boliglån. Usikkerheden medfører, at forskellen mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter på længere løbetider fortsat er unormal stor i mange lande. Endelig har likviditetskrisen fået banker i euroområdet og USA til at stramme kreditvilkårene over for flere kundegrupper.

Hvilken betydning har den finansielle uro for Danmark? Jeg vil fokusere på to forhold. For det første: hvorledes har udviklingen påvirket det danske finansielle system? For det andet: hvad betyder uroen for konjunkturerne?

I den helt korte ende af pengemarkedet har den internationale finansielle uro ikke begrænset danske bankers villighed til at låne kroner ud til hinanden. Der er indikationer på en vis forøgelse af likviditetsberedskabet, men der har ikke været tegn på spændinger i de korte pengemarkedsrenter, og Nationalbanken har ikke haft behov for at gennemføre ekstraordinære markedsoperationer i den anledning.

Nationalbankens normale markedsoperationer sker gennem et såkaldt åbent vindue. Efterspørgslen efter lån og indskudsbeviser imødekommes til den rente, som er fastsat af Nationalbanken. Modparterne kan således selv sammensætte deres likviditet over for Nationalbanken inden for ret vide rammer. Udviklingen i penge- og realkreditinstitutternes mellemværender med Nationalbanken tyder ikke på, at likviditetsberedskabet er forøget i større omfang ad denne vej.

De længere usikrede pengemarkedsrenter i kroner er steget som følge af den internationale uro. Bevægelserne i spændet mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter har dog været lavere i Danmark sammenlignet med udviklingen i euroområdet og navnlig USA. Selv under normale forhold er omsætningen i dette segment af det danske pengemarked forholdsvis begrænset. Men rentestigningen har naturligvis haft betydning for den lange række af finansielle produkter, som er knyttet til Cibor og lignende rentesatser.

Danske pengeinstitutter har fra tid til anden haft vanskeligt ved at optage lån i dollar. Fænomenet er ikke isoleret dansk. Det samme er sket for banker i

andre europæiske lande. Nationalbanken kan ikke stille likviditetsfaciliteter til rådighed for at dække lånebehov i fremmed valuta. Nationalbankens rolle knytter sig først og fremmest til kronelikviditet. Pengeinstitutter med betydelig forretningsomfang i fremmed valuta må selv sørge for at opretholde et likviditetsberedskab i de pågældende valutaer.

Alt i alt har det danske pengemarked klaret sig forholdsvis godt under uroen. I sidste ende afspejler det jo, at det danske finansielle system er i god form.

Den internationale uro er dog ikke gået sporphøjt henover Danmark. Regnskaberne for tredje kvartal viste, at de danske pengeinstitutter også var engageret i investeringsselskaber, likviditetsgarantier og strukturerede obligationer. Eksponeringerne og tabene var dog relativt begrænsede.

Danske pengeinstitutters udlån er vokset kraftigt gennem de senere år. I nogle institutter har vi set vækstprocenter på over 30 pct. Indtjeningen har været god, og tabene har været lave. Navnlig boliglånene i form af de såkaldte prioritetslån er vokset betydeligt.

Væksten i udlånene har været så stærk, at der er opbygget et stort indlånsunderskud på mere end 400 mia.kr., altså det beløb, hvormed bankernes udlån overstiger kundernes indlån. De danske pengeinstitutter er således afhængige af finansiering på penge- og kapitalmarkederne. Udviklingen i udlandet henover sommeren har vist, at det kan være risikabelt at basere forretningsgrundlaget på den form for finansiering. Prisen på markedsfinansiering kan ændre sig hurtigt, og markederne kan "tørre ud". Den internationale likviditetskrise har givet anledning til at teste likviditetsberedskabet af og se på forretningsstrategien i lyset heraf.

Det er ikke helt så nemt som tidligere for danske pengeinstitutter at finansiere væksten via penge- og kapitalmarkederne. Finansieringen er blevet dyrere, og de stigende finansieringsomkostninger for pengeinstitutterne vil givetvis vise sig i pengeinstitutternes indtjening og priser over for kunder. Udlånsvæksten er fortsat høj, men den falder. Nogle pengeinstitutter har skiftet til en mindre aggressiv forretningsstrategi og sat ekspansionsplanerne i bero. Andre har udtrykt intentioner om at reducere engagementerne i internationale investeringsselskaber, likviditetsgarantier og strukturerede obligationer som følge af omdømmerisici.

Udviklingen har vist, at strategier baseret på tocifrede vækstrater ikke uden videre kan forlænges. Den stærke udlånsvækst til virksomhederne indebærer en større risiko for, at pengeinstitutterne lider tab. Den risiko er stigende, men fra et meget lavt niveau.

Man kan jo aldrig udelukke, at der dukker ubehagelige overraskelser op, men konjunkturerne er endnu gode. Og regnskaberne for tredje kvartal viste også, at indtjeningen fortsat er høj i pengeinstitutterne. Generelt er solven-

sen god, og nedskrivningerne er lave. Set i det perspektiv er det Nationalbankens vurdering i dag, at den internationale uro kan tjene som en "nyttig" forskrækkelse for pengeinstitutterne i Danmark. De nødvendige tilpasninger til de nye forhold kan foretages i tide uden store omkostninger for de allerfleste institutter og for samfundsøkonomien som helhed.

Hvad betyder den finansielle uro for konjunkturerne?

Væksten i verdensøkonomien har været usædvanlig høj i de senere år. Men uroen på de finansielle markeder har skabt bekymring for den fortsatte udvikling.

Væksten er aftaget i USA, selv om krisen på det amerikanske boligmarked og den afledte finansielle uro endnu ikke for alvor har ramt resten af økonomien. Opsvinget ser foreløbig ud til at fortsætte i Europa og Asien, ligesom konjunkturerne tegner positivt i Afrika og Latinamerika. Olieprisen er steget kraftigt de seneste måneder og lægger en dæmper på vækstudsigterne og har samtidig øget inflationspresset.

De internationale organisationer har indtil videre kun nedjusteret deres vækstsøn forholdsvis beskedent – med undtagelse af USA, hvor væksten i 2008 nu skønnes til under 2 pct. – men ikke recession. Der udtrykkes en tydelig bekymring for, at usikkerheden knyttet til de finansielle markeder og nedgangen på boligmarkedet – ikke kun i USA – spreder sig til resten af økonomien og dermed trækker væksten yderligere ned i USA og ligeledes rammer Europa.

Set i et dansk perspektiv er udsigterne på afsætningsmarkederne fortsat gode, om end aftagende.

Dansk økonomi befinder sig stadig i en stærk højkonjunktur med et hedt arbejdsmarked og kapacitetspres i store dele af økonomien.

Ledigheden overrasker fortsat positivt.

Det stramme arbejdsmarked betyder, at kapacitetspresset forbliver højt trods forventning om en vis afdæmpning af efterspørgselsvæksten. Presset har resulteret i en kraftig opgang i importen og i de seneste kvartaler også i højere lønstigninger og i øget indenlandsk prispres. Det afspejler, at løn og priser normalt reagerer med en betydelig forsinkelse på konjunkturudviklingen. Et eventuelt tilbageslag kan derfor blive langstrakt, hvis omkostningsniveauet i udgangspunktet er kommet for højt op i forhold til udlandet.

Den aktuelle ophedning af økonomien indebærer en stor risiko for et sådant forløb.

Renteniveauet i Danmark er af hensyn til fastkurspolitikken afstemt til euroområdet, som ikke er så langt fremme i konjunkturforløbet som Danmark.

Den forventede rentestigning er på det seneste udeblevet som følge af uroen på finansmarkederne.

I denne situation vil det være ret bemærkelsesværdigt, hvis regeringen fortsat planlægger en ekspansiv finanspolitik for 2008. Regeringen bør i forbindelse med udarbejdelsen af den ny finanslov for 2008 revurdere finanspolitikken med sigte på at tage presset af økonomien. En udskydelse heraf vil kunne øge kravene på et senere tidspunkt.

Det kommende forår byder på overenskomstforhandlinger på det offentlige arbejdsmarked. Det kan konstateres, at der hos de offentligt ansatte er skabt forventninger om markante lønstigninger. De senere års mangel på arbejdskraft og fokus på kvaliteten af offentlige ydelser har understøttet disse forventninger.

Flere politiske partier har udtrykt sympati for et ekstraordinært lønløft til større eller mindre grupper af offentligt ansatte gennem afsættelse af en særlig pulje hertil.

Jeg vil stærkt advare mod, at lønforhandlinger på det offentlige arbejdsmarked på forhånd gøres til et anliggende for Folketinget. Risikoen for politisk overbud er overhængende og tidlig indblanding fra de politiske partier umuliggør en reel forhandling mellem parterne på det offentlige arbejdsmarked. Der kan skabes en meget uheldig præcedens.

For at det ikke skal være for nemt, skal der også til foråret være overenskomstforhandlinger i den finansielle sektor. Det må være på sin plads ved denne lejlighed at gøre opmærksom på de signaler, forhandlingerne på dette område kan sende til resten af arbejdsmarkedet.

Med disse ord vil jeg slutte med at takke Finansrådet for et godt samarbejde og ser frem til en fortsættelse på samme gode vis.