

Lad mig starte med at sige tak til udvalget for at tage sig tid til at høre en lidt anden vinkel på forslaget til en "Tilsynsdiamant for Realkreditinstitutter". Når jeg bruger ordet en lidt anden vinkel, så skyldes det, at høringen den 13. november hovedsagligt fokuserede på konsekvenserne for låntager, noget på konsekvenserne for banker og realkreditinstitutter, lidt på samfundsmæssige forhold – men nærmest slet ikke på obligationsinvestorerne. Investorernes velvillighed blev mere eller mindre taget for givet. Så jeg vil tillade mig i det følgende at anskue forslaget fra deres perspektiv.

Og hvorfor er det relevant? En helt afgørende og derfor meget væsentlig forudsætning for billig og stabil realkreditfinansiering i Danmark er, at realkreditinstitutterne **til enhver tid** kan afsætte deres obligationer til attraktive priser og dermed lave renter til glæde for låntagerne og ikke mindst til sikring af den finansielle stabilitet i Danmark.

En anden måde at formulere dette på er, at investorerne **til enhver tid** ikke må være det mindste i tvivl om stabiliteten og kreditsikkerheden af realkreditinstitutterne - og i øvrigt den makroøkonomiske stabilitet og holdbarhed i det hele taget. Jeg skal alene adresse førstnævnte, om end blot påpege, at skulle sidstnævnte svigte, så kan man implementere nok så meget tilsyn, diamanter og regulering – og alligevel vil investorerne løbe skrigende bort. Dertil fylder realkreditudlån alt, alt for meget i forhold til den samlede danske økonomi.

Så spørgsmålet er, hvordan man som investor **til enhver tid** kan sove trygt om natten i tillid til at danske realkreditobligationer er en meget sikker investering?

Tilsynsdiamanten er bedre end ingenting – det siger sig selv – men den har også nogle begrænsninger, og i et tilfælde måske ligefrem et potentielt tilbageslag.

For det første er diamanten kompleks. Selv for en professionel investor eller analytiker er der mange parametre. Og flere af dem er rigtig svære at efterprøve, idet institutterne ikke har eller offentliggør data. Det vil der formentlig blive rettet op på, men det understreger, at det er en besværlig øvelse. Og når ting er besværlige og komplekse, så er man lidt mere urolig.

For det andet prioriterer diamanten ikke mellem de forskellige pejlemærker. Den entydigt største risiko er "refinansiering". Og her duer det ikke at læne sig tilbage og referere til de danske erfaringer fra finanskrisen. Danmark var bare "heldig" med, at andre så værre ud på det tidspunkt. Det kan man ikke tage for givet næste gang. Refinansiering af nominelt meget store beløb – desuagtet at det er fordelt over forskellige datoer og tilmed også kvartaler – åbner en farlig flanke. Den dag køberne "strejker" vil tvivlen med det samme opstå og det vil blive en sneboldeffekt. Eksisterende investorer sælger ud. Og der er meget stor chance for, at næste dags eller næste kvartals obligations salg vil blive modtaget med endnu større skepsis. Jo mindre auktioner, desto mindre risiko. Som investor – en holdning, der deles af S&P – er "refinansiering" et pejlemærke, man under ingen omstændigheder ønsker, at der gås på kompromis. Tværtimod må der gerne strammes endnu mere op.

Nationalbanken især har også påpeget risikoen ved den udbredte brug af afdragsfrihed. På en sikker andenplads i prioriteringen ligger en reduktion heraf. Mere polstring hos låntagerne vil helt automatisk sikre realkreditinstitutterne bedre mod negative chok – på en nem og gennemskuelig måde.

For det tredje går diamanten måske lidt forkert i byen omkring pejlemærket for renterisiko. Der har over tid forankret sig den opfattelse, at ”variabelt er farligt/spekulativt”. Man kunne også argumentere for det modsatte. Det som – systemisk – giver konkurser og tvangsauktioner er ikke, om LTV er over eller under 100%. Men i stedet hvorvidt man rent faktisk kan betale sine lån og afdrag. Og i en lavkonjunktur vil renten typisk være lav samtidig med, at ens betalingsevne er lavere. Det er egentlig en udmærket konstruktion, om end åbenlyst sårbar i forbindelse med en kronekrise. Men risikoen for en kronekrise kan minimeres med en sund og ikke mindst langsigtet økonomisk politik kombineret med en stor valutabeholdning.

For det fjerde er diamanten ikke ”lov” men blot pejlemærker. Som investor har man langt mere tiltro til, at loven overholdes end, at Finanstilsynet rigoristisk kan implementere pejlemærkerne i enhver fremtid. Dertil kommer, at pejlemærkerne allerede fra starten fornemmes dynamiske i begge retninger, hvilket også skaber nogen usikkerhed. Al erfaring viser – næsten uanset land, kultur og tidsperiode – at, når det går rigtig godt, så har man svært ved at se hullerne i osten. Disciplinen slækkes og tingene får lov til at skride. Og lige netop her vil det være mere betryggende med (snærende) lovgivning. Lovgiving er bare meget sværere at lave om på.

Afslutningsvis vil jeg citere Jens Wiedmann - den tyske Centralbankchef - for at sige, at der er ”aldrig et perfekt tidspunkt at gøre det rigtige på”. Men med de ultralave renteniveauer og boligydelse bliver timingen næppe nogensinde bedre for at stramme op og understrege et sundt princip om, at det at låne penge til at eje sin egen bolig stiller nogle økonomiske krav.

Min anbefaling er derfor i prioriteret rækkefølge:

- Gennemfør eksplicit lovgivning, der i betydeligt omfang begrænser refinansieringsrisikoen. Helt konkret forbyd nyudstedelser med under 5år i løbetid
- Lovgiv også om begrænsninger i afdragsfriheden. Helt konkret forbyd afdragsfrihed for lån med LTV over 50% for al realkreditfinansiering
- Blød op på begrænsningen på rentefølsomhed – det er ikke så farligt som nogen gør det til

Mange tak for opmærksomheden og muligheden for at tale til udvalget