

21. november 2016

Det Systemiske Risikoråd  
mail@risikoraad.dk

---

Diskussionspapir om finansielle initiativer målrettet ejendomsmarkedet

---

## Makroprudentielle instrumenter kræver forsigtighed

Tak for muligheden for at kommentere på Det Systemiske Risikoråds (Rådet) diskussionspapir om finansielle initiativer målrettet ejendomsmarkedet - specifikt med henblik på "bobler" på boligmarkedet.

Vi bakker op om Rådets målsætning om at arbejde for at mindske omkostningerne og sandsynligheden for, at en systemisk krise indtræffer. Store fald i ejendomspriserne kan have meget alvorlige konsekvenser for det finansielle system og påvirke den realøkonomiske udvikling.

Siden finanskrisen er der imidlertid indført en række tiltag over for den finansielle sektor, låntagerne og investorerne. Især er der sket en kraftig forøgelse af kreditinstitutternes samlede kapitalkrav samt kravet til kvaliteten heraf. Derudover er der yderligere krav på vej fra Basel-Komiteen. De mange tiltag er isoleret set hæmmende for væksten og ikke fuldt indfaset endnu. Derfor bør man afvente effekterne heraf, inden eventuelle nye tiltag overvejes.

### Samfundsøkonomiske konsekvenser og usikkerhed om timing

Selv den bedste "makroprudentielle værktøjskasse" er ingen sikkerhed i sig selv. Opgavens natur er i høj grad forbundet med usikkerhed og kan have store samfundsmæssige omkostninger. Derfor er det nødvendigt med en ydmyg tilgang til at anvende makroprudentielle instrumenter.

For det første har det altid en pris at anvende makroprudentielle værktøjer, enten som følge af en forringelse af velfærden eller i form af fordelingsmæssige konsekvenser. Derfor bør man nøje afveje de samfundsmæssige gevinster overfor de negative konsekvenser ved at anvende et makroprudentielt instrument. Samtidig bør det være klart, om målet med makroprudentielle tiltag er at dæmpe en prisudvikling, punktere en boligboble eller skabe automatisk stabilisering.

For det andet er det usikkert, om makroprudentielle værktøjer reelt vil have en samlet set positiv effekt, da doseringen eller timingen kan vise sig at være forkert. Makroprudentiel styring stiller høje krav til vores forståelse af strukturelle sammenhænge og konjunkturmæssige følsomheder. Endvidere om fx ejendomsmarkedet er nogenlunde i ligevægt, hvordan markedet vil udvikle sig uden intervention, og hvordan (og hvor meget) en intervention vil påvirke de strukturelle sammenhænge og konjunktoren.

Det er en udfordring, at man ikke kender den eksakte ligevægtspris på en bolig. Prisen på en bolig er markedsbestemt og afhænger af en lang række strukturelle, konjunkturelle og forventningsdrevne elementer, som løbende ændrer sig over tid og gør det vanskeligt at vurdere ligevægtsniveauet.

Man kan heller ikke isoleret se på det danske boligmarked. Der er et betydeligt samspil mellem boligmarkedet og de finansielle markeder i Danmark og internationalt. Fx kan den lempelige pengepolitik i USA og EU have påvirket priserne på det danske boligmarked.

Derfor er det meget vanskeligt at identificere bobler, før de er sprunget, og det er endvidere meget vanskeligt at "time" tiltag, der skal forhindre en boble. Fx forventede man i mange prognoser i efteråret 2003 faldende huspriser de efterfølgende to år. Ingen kunne forudsige, at huspriserne steg med 9 pct. og 17 pct. i henholdsvis 2004 og 2005.

### **Makroprudentielle tiltag kræver politisk stillingtagen**

Makroprudentiel styring er ikke en eksakt videnskab, og der kan være store velfærdstab forbundet både med bobler, men også med forkert eller for meget makroprudentiel regulering. Derfor er det vigtigt med en åben politisk debat om fordele og ulemper ved makroprudentielle tiltag. Centralbanker, finansilsyn og andre myndigheder spiller en væsentlig rolle i forhold til at komme med anbefalinger til den makroprudentielle politik, men det er politikerne, som skal have mandat til at træffe sådanne beslutninger og stå til regnskab herfor.

Det er også væsentligt, at makroprudentielle tiltag ikke bliver født i en statisk tankegang. De finansielle markeder er dynamiske, og kunder skifter lån og finansielle udbydere. Det bør derfor sikres, at makroprudentielle tiltag sikrer lige konkurrencevilkår mellem kreditgivere og fastholder effektiviteten i markedet.

### **Låntagerrettede instrumenter**

Specifikke begrænsninger på låneporteføljeniveau - fx i form af yderligere kapitalkrav på boligudlån i specifikke geografiske områder - risikerer blot at føre til skævvridninger. Fx er det umuligt at afgrænse den geografiske udbredelse af boligbobler, og selv inden for områder med høje prisstigninger kan der være lommer af boliger med "normal" prisaktivitet. Ligeledes risikerer specifikke begrænsninger generelt på den finansielle sektor blot at føre til anden kreditgivning, fx i form af pantebrevslån eller på anden vis i skyggebanksystemet. I det tilfælde skævvrides det finansielle marked samtidig med, at en større andel af boligfinansieringen risikerer at komme fra uregulerede långivere. Det vil svække den finansielle stabilitet og medføre et velfærdstab i form af et mindre effektivt lånemarked.

Måtte der være behov for at udvide den makroprudentielle værktøjskasse, bør man i stedet fokusere på tiltag, der er rettet direkte mod låntagerne. Der er fx allerede foretaget tiltag på låntagersiden i form af et udbetalingskrav på 5 pct. Endvidere har Finansilsynet formuleret syv principper for kreditgivning i København og Aarhus.

Ved tiltag rettet direkte mod låntagerne sikres der gennemsigtighed - både for låntagere og kreditgivere - hvorimod det kan være sværere for låntagerne at gennemskue indirekte tiltag, fx tiltag der øger bankers og realkreditinstitutters løbende finansieringsomkostninger og fører til højere renter og bidrag på boliglån.

Det er også nødvendigt med fleksibilitet i eventuelle tiltag vedrørende låntagernes lånemuligheder eller økonomi. Meget hårde eller ufleksible krav på låntagersiden kan risikere at ramme bestemte grupper utilsigtet eller kan virke hæmmende for mobiliteten og derved sætte hele eller dele af ejerskiftemarkedet i stå. Fx kan et ufravigeligt krav til udbetaling være urimeligt hæmmende for visse førstegangskøbere eller købere, der på anden vis midlertidigt er i en sårbar situation fx efter skilsmisse eller tab af ægtefælle.

### **Erhvervsejendomme bør ikke være omfattet**

Erhvervsejendomme bør ikke omfattes af makroprudentielle værktøjer, da dette marked, i endnu højere grad end boligmarkedet, er fragmenteret og heterogent, ligesom prisudviklingen er påvirket af andre forhold end på boligmarkedet. Prisdannelsen og dermed også værdiansættelse af erhvervsejendomme, herunder landbrug, er således i sig selv langt mere specialiseret og kompliceret end for ejerboliger, og brug af diverse værktøjer må derfor forventes generelt ikke at få den ønskede brede effekt.

Brugen af makroprudentielle værktøjer på erhvervsområdet vil have svært ved at tage højde for ændringer i de strukturelle og konjunkturelle forhold, der påvirker de mange erhvervssegmenter og de hurtige skift, der kan ske heri. Brug af værktøjer vil derfor kunne blive direkte hæmmende for vækst og investeringslyst i de enkelte segmenter og ligeledes medføre dårligere konkurrenceevne også internationalt set. For erhvervslivet er det - i endnu højere grad end for boligejere - essentielt at have optimale finansieringsforhold, og det må brugen af makroprudentielle værktøjer ikke medføre begrænsninger på.

Vi stiller os gerne til rådighed for at drøfte og kommentere eventuelle specifikke makroprudentielle instrumenter.

Med venlig hilsen



Ane Arnth Jensen