

Kandidatafhandling Aalborg Universitet

2. Juni 2020

**Privat gældstægning i Danmark**

Cand.Oecon.



Kenneth Jørgensen

Vejleder: Jesper Jespersen

Studienummer:

20145406

Anslag:

114524

## Abstract

This master thesis examines the rapidly increasing private debt in Denmark and the implications, which are linked to this increasing tendency. During the years leading to the financial crisis the economy was booming and in general there was a high level of optimism. The optimism translated into a growing estate market, which meant that households increased their assets values and thereby increased their consumption. For banks and mortgage institutions it meant an increase in their loans. The increasing loans were highly facilitated by financial deregulations, which include the introduction of IFRS and Basel II-rules. These deregulations caused the banks to increase their leverage, which in turn caused the financial vulnerability to increase. The banks were especially exposed to risk during the financial crisis. Prior to the financial crisis banks were lending beyond their means, which contributed to the financial instability and ultimately meant, that the trust in the financial system disappeared. The lack of liquidity and the limited accessibility of it on the international financial markets, meant that banks were facing liquidity problems, while others were facing solvency problems. Although the financial crisis showed how vulnerable the financial system can be, there are signs that the lesson was learned during the crisis and precautions are now taken in order to decrease the financial risks.

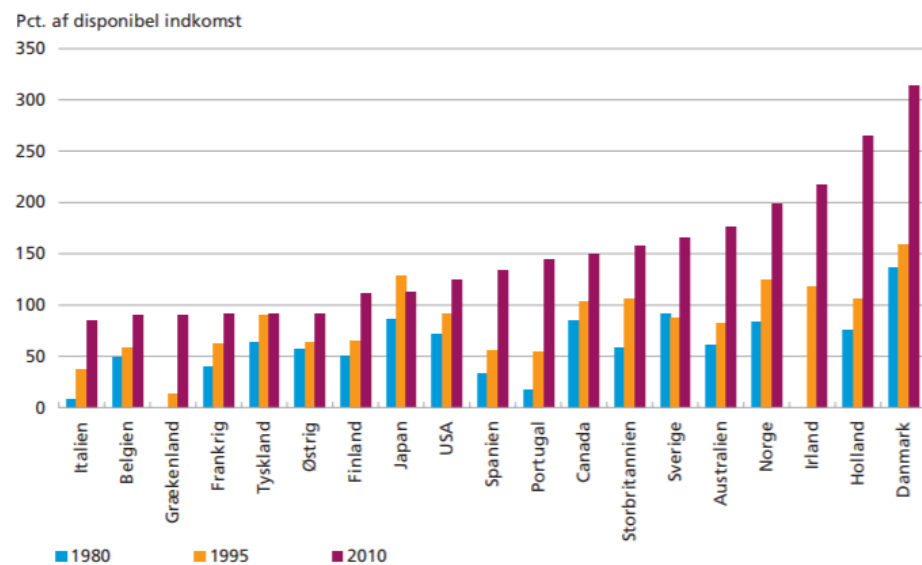
|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 1. Problemfelt .....                                      | 1  |
| 1.1 Indledning .....                                      | 1  |
| 1.2 Problemformulering .....                              | 4  |
| 1.3 Afgrænsning .....                                     | 4  |
| 2. Afhandlingens struktur .....                           | 5  |
| 3. Teori .....                                            | 5  |
| 3.1 Den finansielle sektors formål .....                  | 6  |
| 3.2 Opbygningen af den finansielle sektor i Danmark ..... | 7  |
| 3.2.1 Pengeinstitutter .....                              | 9  |
| 3.2.2 Realkreditinstitutter .....                         | 12 |
| 3.2.3 Pensionskasser og forsikringsselskaber .....        | 17 |
| 3.3 Finansiell ustabilitet .....                          | 19 |
| 3.4 Finansialisering .....                                | 23 |
| 3.5 Minskys finansieringsteori .....                      | 26 |
| 3.5.1 Hedge finansiering .....                            | 26 |
| 3.5.2 Speculative finansiering .....                      | 27 |
| 3.5.3 Ponzi finansiering .....                            | 28 |
| 4. Analyse .....                                          | 29 |
| 4.1 Den private sektor .....                              | 31 |
| 4.2 Den finansielle sektor .....                          | 42 |
| 5. Diskussion .....                                       | 49 |
| 6. Konklusion .....                                       | 53 |
| 7. Litteraturliste .....                                  | 54 |

# 1.Problemfelt

## 1.1 Indledning

Gæld og dets implikationer for økonomien som helhed har længe været et omdiskuteret emne. Især efter finanskrisens udbrud i 2007 har gæld været omdrejningspunktet i debatten om, hvordan krisen opstod og i hvilket omfang gæld har spillet en rolle. Blandt andet har EU specifikke krav for medlemslandene om, at den offentlige gæld ikke må overstige 60% af BNP. På de offentlige posteringer anerkendes problemet, eller måske nærmere vigtigheden, af gæld og forståelsen derfra, for at implikationerne ikke bliver for store for økonomien. Dog er den offentlige gæld kun den ene side af mønten. På den anden side er den private gæld, der overordnet kan opdeles i to punkter. Private virksomheders gældstagning samt husholdningernes gældstagning. Til trods for, at blandt andet Minsky (2016) var fortalende for, at den private gældsakkumulering var af betydning, har især husholdningernes gældstagning længe været ignoreret. Ifølge Keen (2014) skyldes det først og fremmest, at der blandt konventionelle makroøkonomer har hersket en konsensus om, at den private gæld blot er en omfordeling af likvide midler, som derfor ikke har en makroøkonomisk effekt. I sin argumentation henviser Keen (2014) her til Bernanke's *Essay On the Great Depression* (Bernanke, 2000:24), som netop afviser, at privat gæld har makroøkonomiske effekter. Ligeledes henviser Keen i sin argumentation til Krugman, som argumenterer for, at en persons gæld blot er en anden persons aktiver (Krugman, 2012:43). Modsat Keen argumenterer de konventionelle makroøkonomer altså for, at privat gæld ikke har makroøkonomisk betydning (Keen, 2014). Til trods for at de konventionelle makroøkonomer længe har ignoreret privat gæld (Keen, 2009), er det efterhånden en makroøkonomisk faktor der har tiltrukket en del opmærksomhed. Dette skyldes blandt andet, at finanskrisen i 2008/09 skete efter store gældsakkumulationer i den private sektor i flere lande verden over.

Figur 1.1 – Husholdningernes bruttogæld

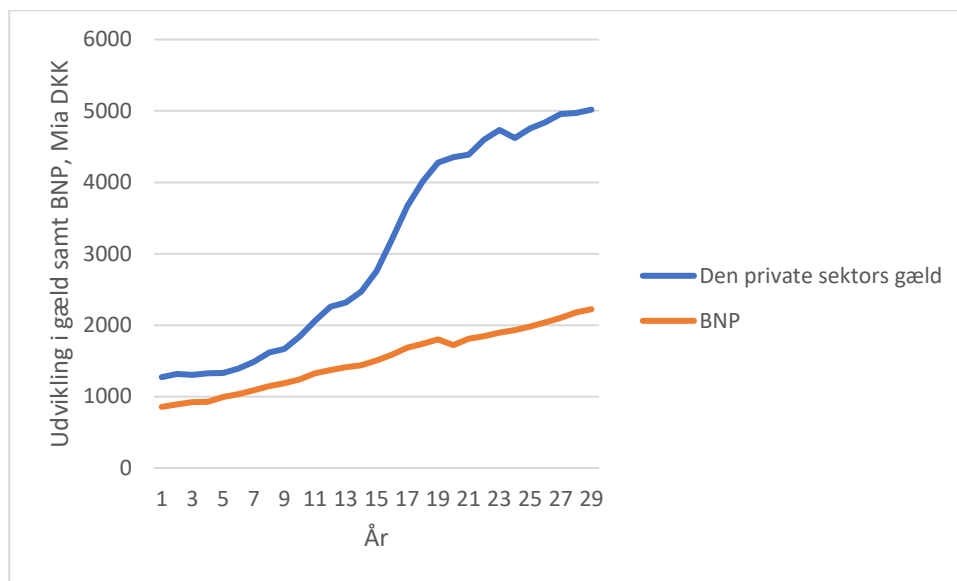


Anm.: For Tyskland 2010: data er for 2009. For Norge 1980: data er for 1987.

Kilde: (Isaksen et al., 2011)

Især i Danmark var husholdningernes gæld steget til et historisk højt niveau, hvor husholdningernes bruttogæld oversteg 310% af disponibel indkomst. Dette fremgår ligeledes af figur 1.1. Yderligere kan det ses, at den massive gældsakkumulering ikke blot var et dansk fænomen, men derimod et internationalt fænomen. Faktisk havde husholdningerne i samtlige lande, Japan undtaget, en stigende gæld i årene omkring finanskrisen. Her var niveauet i de fleste lande steget markant i forhold til tidligere år. Især i Danmark har der længe været, som tidligere beskrevet, en markant stigning i den private gæld. I figur 1.2 illustreres det hvornår den store stigning i den private gæld forekom. Her sammenlignes denne stigning med udviklingen i BNP og det er her tydeliggjort, at den private gæld i Danmark havde markante stigninger, især i årene efter årtusindeskiftet.

Figur 1.2 – Udvikling i BNP og den private sektors gæld



Kilde: (Egen fremstilling med afsæt i data fra BIS (2020) og OECD (2020a))

Inden årtusindeskiftet fulgte udviklingerne tilnærmelsesvist hinanden, men denne parallelle udvikling er der altså gjort op med grundet de massive akkumulationer i privat gæld. Udviklingen fandt ikke blot sted i Danmark, men over hele verden. Udviklingen har derfor fået økonomer som blandt andet Steve Keen til at gå imod de konventionelle makroøkonomer og tankegangen om, at privat gæld ingen makroøkonomiske effekter har.

Stigningen i den private gæld og især husholdningernes gæld har flere forklaringer. En del af stigningen skyldes blandt andet de finansielle dereguleringer, der i større grad har gjort det muligt at optage gæld. Denne udvikling kan bedst karakteriseres ved hjælp af begrebet finansialiseringen. Finansialiseringen er et vidt begreb, som blandt andet dækker over finansiell deregulering, stigende gældstagnation hos husholdningerne samt en generel større betydning af den finansielle sektor relativt til den reale sektor (Palley, 2007). Denne finansialisering har altså været stærkt medvirkende til, at husholdningerne har optaget store mængder gæld siden 1980'erne. Med de finansielle dereguleringer, øgede lånemuligheder samtidig med et relativt lavt renteniveau, synes det efterhånden lettere end nogensinde for husholdningerne at optage gæld. Dette indikerer figur 1.1 også, da gældstagnationen især siden 1995 er blevet mere end fordoblet i de fleste af de belyste lande. Stigningen i husholdningernes gæld har altså i større grad bragt fokus over på netop denne form for gæld, i forhold til tidligere.

I *dealing with household debt* belyser IMF (2012) dog, at der til trods for det større fokus, stadig er en uvished om hvorvidt husholdningernes gæld er positivt eller negativt for blandt andet den økonomiske vækst (IMF, 2012). Der er altså en tvetydighed omkring de makroøkonomiske implikationer af husholdningernes gæld.

## 1.2 Problemformulering

Ovenstående indledning giver anledning til at belyse vigtigheden af husholdningernes gældstagnung, for at finde ud i hvilket omfang det er et problem. Derudover gives der anledning til at finde ud af, hvordan det har været muligt for såvel husholdningerne som private virksomheder at skabe en boble igennem gældsfinansieret forbrug. Dette leder til følgende problemformulering:

*Hvilke faktorer bestemmer udviklingen i privatgæld i Danmark og hvilke implikationer har privatgæld på realøkonomien?*

## 1.3 Afgrænsning

For at kunne svare på problemformuleringen er der opstillet en række afgrænsninger. I denne afhandling arbejdes der med hvilke implikationer privatgæld har for realøkonomien. Der tages udgangspunkt i problemstillingerne præsenteret i "Can we avoid another financial crisis?" af Steve Keen (2017), der omhandler gæld i den private sektor og hvorfor gælden ikke bør ignoreres, da gælden ifølge Keen har store realøkonomiske implikationer. Steve Keen ser primært på sit hjemland, Australien, men også USA inddrages i hans analyse (Keen, 2017).

I denne afhandling vil der blive analyseret på den private sektors implikationer i Danmark, hvorfor udelukkende data for Danmark er benyttet i analysen. Da Steve Keen er inspireret af John Maynard Keynes samt Hyman Minsky, vil denne afhandling ligeledes søge inspiration heri. Især sidstnævnte danner inspirationsgrundlag for Steve Keens tidligere værker omhandlende gæld samt kriser, hvorfor denne afhandling ligeledes vil bære præg af Minskys tanker samt tidligere værker. Derfor vil Minskys finansielle teorier være de centrale teorier i denne afhandling. Der findes mange former for gæld, hvorfor det ydermere er vigtigt at afgrænse hvilken form for gæld der beskæftiges med. I denne afhandling vil der som udgangspunkt være tale om privat gæld.

Brugen af den samlede private gæld fremfor f.eks. husholdningernes bruttogæld gør ligeledes, at virksomhederne i den private sektor også vil indgå i analysen.

Denne afgrænsning skyldes først og fremmest, at det er denne form for gæld, som Steve Keen benytter sig af<sup>1</sup>. Afgrænsningen giver desuden mulighed for at analysere på både de private virksomhederne samt på husholdningerne. Som væsentlige aktører i samfundet giver inddragelsen heraf derfor muligheden for at analysere i et bredere samfundsøkonomisk perspektiv. Derudover giver det ligeledes muligheden for at se på, hvordan udviklingen i den finansielle sektor har påvirket såvel individer som private virksomheder.

Afhandlingen afgrænses desuden til at fokusere på årene omkring den finansielle krise, da det var her den private gældstagning oplevede de største udsving.

## 2. Afhandlingens struktur

Afhandlingen består af seks overordnede afsnit. Indledningsvist er afhandlingens problemfelt blevet beskrevet og problemformulering er præsenteret. Afsnit 2 beskriver afhandlingens struktur. Afsnit 3 præsenterer først den finansielle sektors formål samt opbygningen heraf. Dernæst præsenteres Minsky's teori om finansiell ustabilitet. Teorien om finansialisering vil herefter blive præsenteret, før Minsky's finansieringsteori til sidst vil blive præsenteret. Det teoretiske fundament anvendes i afsnit 4, som indeholder en analyse, som har til formål at afdække implikationerne af den stigende gæld. Afhandlingen afrundes med en diskussion i kapitel 5, hvor der præsenteres argumenter for, at den finansielle sektor er blevet mere robust efter krisen. Slutteligt vil hovedpunkterne konkluderes i afsnit 6.

## 3. Teori

I det følgende afsnit vil afhandlingens teoretiske fundament præsenteres. Afhandlingen tager udgangspunkt i Minskys tanker og teori om finansiell ustabilitet i samfundet, og hvorledes dette er medvirkende til at skabe fundamentet for en finansiell krise. I dette afsnit vil det først blive gennemgået, hvad den finansielle sektors formål er. Dernæst vil den finansielle sektors opbygning præsenteres. Efterfulgt af teori omkring finansiell ustabilitet. Sidst vil Minskys finansieringsteori præsenteres.

---

<sup>1</sup> Steve Keen bruger privat gæld i sin analyse i bogen "Can it happen again?"



### 3.1 Den finansielle sektors formål

Den finansielle sektor har flere vigtige funktioner for samfundet. En af de væsentligste funktioner er at den formidler lån samt kredit til de virksomheder og husholdninger der får bevilliget et lån (Jespersen & Jensen, 2018:157). På lånene betaler låntagerne en rente, som fungerer som betaling for at have lånt pengene i en given periode. Når renten er lav, som i perioden op til den finansielle krise, vil der være et større incitament til at optage lån. Dette vil generelt set medføre flere investeringer i samfundet, men ligeledes vil det medføre at spekulative motiver bliver mere udbredt. For at den finansielle sektor er velfungerende, så er tillid samt kreditværdighed vigtige elementer (Jespersen & Jensen, 2018:159). Især for private personer samt virksomheder er det vigtigt, at der er tillid til deres evne til at tilbagebetale lån, hvis de ønsker at optage lån. Derfor er det vigtigt at vurdere, hvorvidt en given investering er profitabel, hvis der skal udstedes lån for at finansiere investeringen.

De primære formål i den finansielle sektor er betalingsformidling, opsparingssikring samt kreditgivning (Wendt, 2009:10). Den finansielle sektor varetager derfor vigtige funktioner i samfundet. Den finansielle sektor og privatøkonomien har altid været tæt koblet sammen, og samspillet herimellem har længe været en integreret del af samfundet. I takt med, at den finansielle sektor er vokset, har samspillet imellem privatøkonomien samt den finansielle sektor ligeledes vokset sig større. Denne tilvækst i den finansielle sektor har i højere grad muliggjort investeringer i nye aktiver, såsom huse, maskiner, men også muliggjort investeringer i gamle aktiver. Ved at gøre lånoptagelse lettere tilgængeligt vil der dermed også åbnes op for, at flere aktører kan begynde at investere i blandt andet boliger. Dette har således åbnet op for spekulationer, hvilket gjorde sig gældende inden finanskrisens udbrud i 2007. På trods af samspillet mellem den finansielle sektor og privatøkonomien, eller måske i virkeligheden på grund af samspillet mellem disse, blev der dannet en boligboble, som skulle vise sig at være udslagsgivende for at den finansielle krise opstod. Op til krisens indtræden blev boligpriserne kørt op til et hidtil uset prisniveau, hvilket blandt andet var muligt grundet finansielle dereguleringer samt skærpede lånekrav. Et lånevilligt og tilmed spekulerende samfund samt en profitmaksimerende finansiell sektor var startskuddet på en blomstrende økonomi fyldt med optimisme.

Tendensen til at klare sig godt bliver hurtigt efterfulgt af et spekulativt investeringsboom, hvilket skaber en ustabilitet i en kapitalistisk økonomi. Ifølge Minsky vil dette være medvirkende til, at investeringsprojekter der normalvis ikke vil få bevilliget et lån får det. Efterspørgslen efter sådanne lån vil være medvirkende til, at andre markeder vil blive påvirket af dette. Aktørerne på det ellers konservative aktiemarked vil muligvis sælge deres andel, da den vedvarende overdrevne værdistigning på aktierne vil medføre, at der øjnes en profit (Keen, 2017:18).

Ligeledes vil der, grundet spekulationerne, komme en ændring i indkomstdistributionen. Ændringen heri var ikke noget som Minsky havde med i sine overvejelser, men derimod noget der ifølge Keen blev påpeget af Goodwin samt Blatt (Keen, 2017:18). Ændringen i indkomstfordelingen vil komme i takt med, at investeringerne stiger samt arbejdsløsheden falder. Faldende arbejdsløshed vil være medvirkende til at lønningerne samt priser vil stige.

Ligeledes vil debt-ratioen stige, hvilket vil sige at en større andel af aktiver er finansieret af gæld. Dette skyldes at udover de stigende lønninger, så vil aktørerne ligeledes optage gæld og dermed bliver investeringerne i højere grad gældsfinansieret. Dette påpeges af Eugene Fama & Kenneth French, som argumenterer for at investeringer udover at være finansieret igennem indtjening, samtidigt vil være finansieret igennem gæld (Fama & French, 1999; Fama & French, 2002). Dermed vil omkostningerne ved vedligeholdelsen af gæld også stige, hvilket betyder, at forventningerne til profit ikke vil blive indfriet i samme omfang, som først antaget. Gældsfinansierede investeringer vil skabe en tendens på lang sigt, hvor der gradvist vil blive optaget mere og mere gæld. Til sidst vil der være optaget for meget privat gæld over en række af business cyklusser. Den private gæld tillagde Minsky (2016) altså en rolle i makroøkonomisk teori og belyste dermed også vigtigheden af den private gæld i samfundet (Keen, 2017:17; Minsky, 2016:66).

### 3.2 Opbygningen af den finansielle sektor i Danmark

Dette afsnit har til formål at gennemgå de forskellige institutioner i det finansielle system i Danmark. Dette vil være medvirkende til, at læseren har en forståelse af, hvad de enkelte institutions opgave er samt hvilket sammenspil institutioner har hinanden imellem. Dette afsnit tager udgangspunkt i hvordan institutionerne ser ud nu, hvorfor der altså er undladt at forklare den udvikling som det finansielle system i Danmark har gennemgået. Da denne afhandling ikke arbejder ud fra et juridisk

perspektiv, men derimod forsøger at beskrive den finansielle sektor ud fra et økonomisk perspektiv, undlades det at gå yderligere i detaljer med lovgivningen vedrørende finansielle sektor.

Hvis der ses på den danske finansielle sektor overordnet, så er finanskrisen i 2008 ikke den første af sin slags. Derfor har den finansielle sektor udviklet sig, så den har været bedre rustet i tilfælde af kriser. Dette har medført at der i 1999 blev fremsat en rapport, som kortlagde det finansielle erhverv i Danmark. Rapporten *Betænkning 1376* er den hidtil største kortlægning og omfatter 7 delrapporter. I en af rapporterne blev det blandt andet konkluderet, at det i den finansielle lovgivning var vigtigt med en generel sammenskrivning, så lovgivningen for de forskellige institutioner kunne forenes. Dermed blev der lavet en fælles lovgivning bestående af 438 paragraffer (Wendt, 2006:25-26). Den danske finansielle sektor og dens forskellige institutioner er altså først og fremmest underlagt nogle fælles spilleregler, som skal forhindre kriser samt har til formål at få det finansielle system til at fungere. Det er fundamentalt, at det finansielle system fungerer i et samfund, da det blandt andet medfører, at transaktionsomkostningerne vil være på et minimum.

En generel tro på det finansielle system er stærkt medvirkende til, at det finansielle system fungerer ordentligt. Samtidig vil det skabe tillid for forbrugerne, hvilket vil være med til at mindske den usikkerhed der er bundet til den finansielle sektor. Tilliden til det finansielle system er essentiel, da det medvirker til at systemet fungerer. Derudover vil tilliden til systemet være medvirkende til at mindske usikkerheden forbundet med transaktioner. Hvis der er manglende tillid til det finansielle system, så vil forbrugerne undlade at benytte sig deraf og blandt andet i stedet holde kontanter, fremfor at sætte pengene i banken. De finansielle institutter er afhængige af forbrugerne lige såvel som forbrugerne er afhængige af de finansielle institutter.

I tilfælde af, at et institut skulle gå konkurs, så vil kunderne i det pågældende realkreditinstitut eller pengeinstitut være sikret mod tab igennem den såkaldte indskydergaranti. Indskydergarantien sikrer private personer såvel som virksomheder, der har indskud og værdipapirer i danske institutter. For indskud gælder det, at kunderne er dækket for EUR 100.000 pr. indskyder og for værdipapirer gælder det, at kunderne er dækket for EUR 20.000 pr. indskyder, såfremt værdipapirerne ikke kan tilbageleveres (Finansiell stabilitet, 2015).

### 3.2.1 Pengeinstitutter

Pengeinstitutter er betegnelsen for banker, sparekasser samt andelskasser. Forskellen på de tre betegnelser er, at banker organiseres som aktieselskaber, sparekasser organiseres som selvejende institutioner og andelskasser organiseres som andelsselskaber (Wendt, 2006:35). Til trods for at det enkelte pengeinstituts selskabsstruktur kan være forskellig og der hermed kan være forskel i forhold til ejerskab, så er de stillet ens lovgivningsmæssigt. Det vil sige, at uanset selskabsstrukturen vil alle pengeinstitutter i Danmark have samme beføjelser (Jespersen, 2018:160). Pengeinstitutternes markedsområde dominans skyldes i høj grad, at de som de eneste finansielle institutioner har mulighed for at indgå i alle finansielle aktiviteter. Dog med undtagelse af forsikringsområdet, som pengeinstitutterne ikke har tilladelse til at beskæftige sig med. Dette gør derfor, at de står meget stærkt i forhold til andre finansielle virksomheder, da pengeinstitutterne principielt kan konkurrere på alle markeder og dermed har en bred vifte af muligheder foran sig (Wendt, 2006:39).

Til trods for de mange muligheder, så er der også begrænsninger for pengeinstitutterne. En af de love, som bankvirksomhederne er underlagt, er § 7, stk. 1. Denne dikterer, at pengeinstitutterne ikke må drive anden virksomhed end bankvirksomhed. Udover ejerskab af andre typer af finansielle virksomheder, såfremt de ledes selvstændigt, må pengeinstitutter altså ikke have ejerinteresser i andre ikke-finansielle virksomheder (Wendt, 2006:39).

Pengeinstitutternes aktiviteter adskiller sig fra andre finansielle virksomheder, da en bank har mulighed for at yde lån i form af lovlige betalingsmidler. Det vil sige, at pengeinstitutter er de eneste finansielle institutioner, der kan yde lån i form af indskud. Ligeledes er pengeinstitutter de eneste finansielle institutioner, der kan tage imod indlån. Dette fremgår af § 7, stk 4. som dikterer at pengeinstitutter er *eneberettigede til ved henvendelse til offentligheden at tilbyde sig som modtagere af indlån* (Wendt, 2006:39). Disse finansielle aktiviteter gør at pengeinstitutterne adskiller sig fra andre finansielle institutioner og er dermed punkter, hvor pengeinstitutterne ikke konkurrerer mod andre finansielle virksomheder.

Størstedelen af en banks passiver bliver brugt som betalingsmidler. Også her skiller bankerne sig ud i forhold til andre finansielle virksomheder, da det kun er bankens passiver, der gør sig gældende som et lovligt betalingsmiddel. En banks passiver består blandt andet af anfordringsindskud, som altså er et indskud, der kan hæves uden varsel. Udover bankens passiver kan bankens aktiver ligeledes benyttes, som betalingsmiddel i form af kassekredit (Jespersen, 2018:160). Dermed er bankerne et vigtigt element i samfundets pengecirkulation, samtidig med selve pengeskabelsen. Enhver betaling foregår således, at der hæves penge fra en konto, som sættes ind på en anden konto. Dette kan enten være en konto i samme pengeinstitut, men det kan også ske for konti i forskellige pengeinstitutter. Disse former for betalinger vil dog ikke øge den samlede pengemængde i samfundet, men derimod blot omfordele pengene. Derfor vil en betaling, såfremt den sker af allerede indestående midler ikke medføre en stigning i summen af bankindskud (Jespersen, 2018:160-161). Derimod vil pengemængden i samfundet øges, hvis der i stedet bliver trukket på kassekredit, eller hvis der bliver bevilget et lån. I banken vil et lån blive registreret som en stigning i indlån, selvom bankkunden ikke aktivt selv har indsat pengene i banken.

Dermed vil bankernes samlede indskud stige og banken har derfor øget pengemængden i samfundet. Det er dog vigtigt at notere, at den statistiske opgørelse af pengemængdens udvikling ikke kan tillægges en afgørende selvstændig betydning (Jespersen, 2018:162). Dette skyldes at når bankerne øger pengemængden, så vil det blot være statistisk. En almindelig bank har altså ikke mulighed for at trykke penge, ligesom nationalbanken har, og har derfor ikke mulighed for at øge mængden af sedler eller mønter i samfundet. Dog vil et lån eller trækning på kassekredit opgøres som en forøgelse af pengemængden på den statistiske opgørelse. Det at bankerne har denne funktion, gør dem ligeledes til et vigtigt element i den finansielle sektor, da det i høj grad er bankernes udlånsvillighed (såvel som bankkundernes låneefterspørgsel) der bestemmer pengemængden i samfundet (Jespersen, 2018:162). Denne vigtige funktion gør derudover, at bankerne i deres risikovurderinger skal være så præcise som overhovedet muligt, da de mange muligheder, som bankerne står overfor, gør at de også i højere grad er eksponeret overfor fejlpositioner, som blandt andet kan medføre tab af udlån, værdipapirinvesteringer eller medføre driftsomkostninger, som i sidste ende kan gøre bankerne insolvente (Wendt, 2006:39-40).

Ligeledes er det vigtigt, at risikovurderingerne er grundige og realistiske, da risikovurderingerne har en afgørende betydning for kreditstrømmenes kvalitet og er derfor med til at sikre, at der ikke kommer for mange store kreditudsving i samfundet (Jespersen, 2018:162). For bankerne er det med at finde den rette balance, da bankernes indtjening i høj grad er afhængig af, hvor mange og hvor store lån de udsteder. Dette skyldes, at bankernes indtjening hovedsageligt kommer fra rentemarginalen, hvilket vil sige forskellen mellem udlåns- og indskudsrenten. Det handler derfor for den enkelte bank om, at man både skal være konkurrencedygtig, men samtidig også være gode til at risikovurdere kunderne og vide hvilke risici man står overfor, således at der ikke bevilges et for risikofyldt lån (Jespersen, 2018:162-163).

For at sikre sig, at bankerne ikke løber ind i unødvendige underskud på bankdriften, som i værste fald kan medføre insolvens, kan der fra myndighedernes side benyttes to tiltag. Myndighederne kan stille krav om egenkapitalens størrelse, således at bankerne er rustet til at modstå driftsunderskud samt tab. Ligeledes kan der nedlægges forbud mod de aktivitetstyper, som kan medføre tab. Dermed indskrænkes bankernes aktivitetsmuligheder, hvilket vil betyde, at der vil være mindre risici forbundet med den enkelte bank (Wendt, 2006:39-40). Bankernes solvensgrad, altså deres egenkapitals størrelse i forhold til udlånene, bestemmer ligeledes den enkelte banks kreditværdighed som er afgørende for låneadgangen til centralbanken samt til interbankmarkedet (Jespersen, 2018:163). Bankerne kan derfor ikke blot udlåne så meget som de vil, i håb om at tjene en masse penge, hvilket ligeledes gør deres kreditvurdering vigtig, da det handler om at udlånene skal være så lidt risikofyldte som overhovedet muligt. Derfor er der fra finanstilsynet fremsat krav for pengeinstitutterne, som dikterer at et pengeinstituts basiskapital skal udgøre mindst 8 pct. af den samlede risikoeksponering knyttet til de samlede aktiver (Finanstilsynet, 2018).

Oplever et pengeinstitut, at deres kunder mister tilliden til økonomien eller til det pågældende pengeinstitut, så kan det få store konsekvenser. I tilfælde af at kunderne laver et såkaldt bankrun vil banken være nødsaget til enten at benytte sig af lånemuligheder i andre pengeinstitutter, sælge sine værdipapirer eller kræve udestående lån tilbage fra kunder. Da bankerne genudlåner deres indskudte midler, så vil de, uanset hvordan det enkelte pengeinstitut vælger at forsøge sig med finansieringen, være afhængige af andre aktører på markedet. Disse aktører kan derfor ligeledes komme i likviditetsproblemer, når tilliden til det enkelte pengeinstitut ophører (Wendt, 2011:54-55).

I tilfælde af, at et pengeinstitut har et indlånsunderskud, så kan pengeinstituttet sædvanligvis over pengemarkedet låne likviditet af et andet pengeinstitut, som har et indlånsoverskud. Dette kræver at der er tillid til at pengeinstitutterne med indlånsunderskud kan tilbagebetale deres lån (Jespersen & Jensen, 2018:164). Som en sidste mulighed, så kan bankerne i tilfælde af manglende likviditet benytte sig af centralbanken, som en slags "lender of last resort". Det vil altså sige, at centralbanken kan trykke pengesedler ud til det pågældende pengeinstitut, som dermed låner pengene af centralbanken. For at kunne låne penge af centralbanken, så skal det vurderes at pengeinstituttet er solvent (Wendt, 2011:55). Pengeinstitutternes mulighed for at låne penge af centralbanken er med til at opretholde tilliden til banksystemet, da centralbanken på den måde sikrer at bankerne kan få likviditetsstøtte. Pengeinstitutterne er altså ikke blot afhængige af deres kunder, men er ligeledes afhængige af andre pengeinstitutter samt centralbanken. Da institutionerne indbyrdes laver interbanklån, er det derfor vigtigt, at der er fuld tillid til det enkelte institut. Interbanklånet foregår ved, at pengeinstituttet, der mangler likviditet, skaffer sig indlån fra et andet pengeinstitut, som har et overskud af likviditet (Wendt, 2011:155).

### 3.2.2 Realkreditinstitutter

Et realkreditinstitut er en betegnelse for en forening, som yder lån til sine medlemmer. Der findes forskellige måder, hvorpå et realkreditinstitut kan være opbygget. I Danmark var realkreditinstitutterne opbygget som hypotekbanker, som betyder at realkreditinstitutterne udsteder lån mod pant i fast ejendom (Wendt, 2006:69; Wendt, 2011:73). I 1797 blev den første hypotekbank i Danmark, som gik under navnet Creditkassen for huseiere i København, stiftet. Det var dog først i 1850, at realkreditinstitutternes model blev fastlagt. Denne fastlæggelse af realkreditinstitutternes form kom i takt med at kreditforeningsloven blev vedtaget (Wendt, 2006:69; Wendt, 2011:73). Opbygningen af realkreditinstitutterne er, trods visse ændringer, tilnærmelsesvist den samme i dag. Dog er det ikke længere foreningsmedlemmerne der skal sælge obligationerne, dette gør realkreditinstitutterne for dem. Modsat pengeinstitutterne, så kan renten ikke forhandles individuelt eller forudsiges på forhånd af realkreditinstitutterne, da det udelukkende er igennem markedet den effektive rente fastsættes (Wendt, 2011:74).

Et af de særlige kendetegn ved realkreditinstitutterne er, at de opererer efter balanceprincippet. Balanceprincippet betyder at indbetalinger i form af rente og afdrag på udestående pantelån er identisk med foreningens udbetalinger i form af renter og afdrag på de obligationer, som den har

udstedt (Wendt, 2006:70; Wendt, 2011:74). Dermed sørges der for, at realkreditinstitutterne ikke kan komme i likviditetsproblemer, da balanceprincippet umuliggør et mismatch mellem aktiver og passiver. Midlerne som realkreditinstitutterne får igennem salg af obligationer må kun benyttes til at yde lån mod pant i fast ejendom. Samtidig foreskriver balanceprincippet også, at fremtidige indbetalinger fra pantebrevene skal modsvare fremtidige udbetalinger til obligationsejerne. Dette skaber overensstemmelse mellem aktiver og passiver, dog med den undtagelse at realkreditinstitutterne må skabe et mismatch på én procent af dets ansvarlige kapital, som en såkaldt renterisiko (Wendt, 2006:74).

Da realkreditinstitutterne er opbygget som foreninger gælder det, at medlemmerne har solidarisk hæftelse. Det vil sige, at hvis et lån misligholdes, så ville boligen, hvori der er stillet pant som sikkerhed, ryge på tvangsauktion. Hvis boligen på tvangsauktionen ikke kunne sælges for et beløb, der dækkede over hvor meget der er stillet pant for, så vil foreningens øvrige medlemmer, altså låntagerne, skulle dække tabet (Wendt, 2006:70). I dag hvor adskillige realkreditinstitutter har ændret ejerstruktur, hvoraf nogle er blevet aktieselskaber, gælder den solidariske hæftelse som princip i mindre omfang end tidligere, hvilket især skyldes liberaliseringen af realkreditområdet, som fandt sted i 1989. Den solidariske hæftelse blev i stedet erstattet af et solvenskrav, som det kendes fra pengeinstitutterne. Her gælder det, at der er et solvenskrav på 8 pct. af de vægtede aktiver. Det gælder dog for hovedparten af lånene i fast ejendom, at solvensvægten kun er 0,35. Det vil sige, at kapitalkravet til realkreditinstitutterne er ca. halvdelen af hvad kapitalkravet er til pengeinstitutterne (Wendt, 2011:74-75).

Opbygningen af et kreditinstitut er anderledes i forhold til pengeinstitutterne. Især kundekontakten er begrænset i et kreditinstitut, da kundekontakten og kreditvurderingen kun foregår i forbindelse med nyudlån mod pant i fast ejendom: her tales der om nybyggeri, ejendomshandel samt tillægsbelåning. Kreditinstitutterne finansierer sig nærmest udelukkende med udstedelse af obligationer. Salget foregår over fondsbørsen, hvor obligationerne videreformidles til investorerne (Wendt, 2006:68).



Kontakten med kreditorer sker sjældent direkte, da realkreditinstitutternes primære finansielle aktiviteter der foretages, er at sælge en standardvare i form af realkreditobligationer, som sælges i større beløb ad gangen (Jespersen, 2018:167). Rent lovmæssigt er realkreditinstitutterne begrænset i deres aktiviteter sammenlignet med pengeinstitutterne. Dette kommer til udtryk i, at realkreditinstitutterne er underlagt en række restriktioner. Denne begrænsning indenfor finansielle områder gør, at realkreditinstitutterne har specialiseret sig og derfor ikke stiller samme serviceydelser til rådighed, som eksempelvis et pengeinstitut gør. Restriktionerne omfatter blandt andet, at et realkreditinstitut ikke har mulighed for at tage imod indlån og får dermed udelukkende finansielle midler fra offentligheden ved obligationsemission, altså ved at udstede og sælge obligationer (Wendt, 2006:68). For realkreditinstitutterne gælder det desuden, at der er restriktioner i forhold til beløb, som der kan lånes ud. For private boliger gælder det, at realkreditinstitutterne må låne 80 procent af ejendommens kontantværdi. Samtidig gælder det, at der er krav til løbetiden af lånet. Her gælder det at realkreditlåns løbetid maksimalt kan vare i 30 år (Wendt, 2006:72-73). Der findes flere restriktioner i forhold til hvad realkreditinstitutterne må og ikke må, sammenlignet med pengeinstitutterne. Restriktionerne er både med til at begrænse realkreditinstitutterne, men skaber ligeledes en sikkerhed for både kreditor, debitor samt institutterne.

En anden af de finansielle begrænsninger, som realkreditinstitutterne står over for er, at de ikke kan udstede lån på samme måde som et pengeinstitut gør det. Hvis der skal lånes penge i et realkreditinstitut, vil det foregå ved, at kunden ansøger om at optage et lån mod tinglyst pant i fast ejendom. Når ansøgningen er modtaget, vil realkreditinstituttet foretage en kreditvurdering af ejendommens kontantværdi og et låntilbud vil blive fremlagt for kunden. Såfremt låntilbuddet accepteres, vil der blive underskrevet en lånekontrakt og udfærdiges et pantebrev. Det private pantebrev vil ombyttes til realkreditforeningens standardiserede obligationer, som efterfølgende sælges på børsen og dermed veksles til penge. Pantebrevet stilles som sikkerhed i den specifikke ejendom der belånes til, hvor obligationerne har sikkerhed i en serie af ejendomme (Jespersen, 2018:166; Wendt, 2006:82-83). Dermed er både ejerne af obligationerne, som fungerer som kreditor, samt kreditinstitutterne forholdsvis godt sikret, når der udstedes lån.

Da kreditinstitutternes passiver ikke kan benyttes som betalingsmidler risikeres der ikke, at kreditorerne vil have deres penge tilbage. Da obligationernes løbetid typisk er på 20-30 år, så vil kreditors mulighed for at få sine penge være at sælge sine obligationer, da disse ikke kræves indfriet før tid (Jespersen, 2018: 166). Med et realkreditlån er låntager sikret i det, at realkreditinstitutterne udelukkende kan annullere et lån, såfremt debitor ikke overholder sine gældsforpligtelser. Overholdes disse vil lånet stå i hele lånets løbetid eller indtil debitor indfrier sin restgæld (Wendt, 2006:83). De fleste fastforrentede lån er lavet med en konverteringsret, hvilket benyttes af mange husejere, når renteniveauet falder. Da den effektive rente på et obligationslån kan ændre sig, kan det blive fordelagtigt for debitor at indfri sit oprindelige lån og erstatte det med et nyt lån til den lavere rente. Omvendt kan det også være fordelagtigt at indfri det oprindelige lån og erstatte det med et nyt lån i tilfælde, hvor renterne stiger. En rentestigning vil sænke kursen på det nuværende lån, hvilket vil gøre restgælden mindre. Dette kaldes en konvertering og er fordelagtigt i situationer, hvor den effektive rente er faldet til et niveau lavere end den pålydende rente på det oprindelige lån (Wendt, 2006:83).

Realkreditlån er, grundet det effektive danske obligationsmarked samt lavere driftsomkostninger, et billigere alternativ til finansiering af boliger. Derfor er realkreditinstitutterne også dominerende på området og er den foretrukne låneform, når der investeres i fast ejendom (Wendt, 2006:82). Da der er stillet pant i den faste ejendom, så vil kreditor altid have førsteretten til at få sine penge tilbage og er dermed forholdsvis sikker på, at lånet vil blive tilbagebetalt. Realkreditinstitutterne er altså forbundet med en stor sikkerhed og realkreditlån anses derfor for at være en sikker låneform. Det til trods, er det stadig vigtigt at realkreditinstitutterne er dygtige til at kreditvurdere kunderne. Kreditvurderingen foregår primært ved at vurdere ejendomsværdien, hvilket gør, at realkreditinstitutterne ikke i samme omfang som pengeinstitutterne skal have kendskab til den enkelte kundes kreditværdighed (Wendt, 2006:80).

Tidligere var der, grundet balanceprincippet, pålagt restriktioner, hvor det for ejerboliger samt sommerhuse gælder, at afdragsformen skulle være et annuitetslån. Dette betød at lånet løbende skulle afdrages og forrentes, med en fast ydelse der svarede til en fastsat procentdel af hovedstolen (Wendt, 2006:72).

Sidenhen er der blevet indført andre låntyper, som har suppleret den oprindelige udlånsform. Dette betyder at der af lånemuligheder i realkreditinstitutterne efterhånden er en bred vifte af udlån der ydes til kunderne. Tidligere ydede realkreditinstitutterne ikke andet end fastforrentede lån, som typisk havde en løbetid på 10, 20 eller 30 år der modsvarende af obligationer, der ligeledes var fastforrentede.

Foruden et fastforrentet lån fandtes der også et indeksslån. Et indeksslån er ligeledes et fastforrentet lån, hvor forskellen dog er, at restgælden reguleres hvert halvår. Reguleringen sker i forhold til nettoprisudviklingen (Wendt, 2006:74-75; Wendt, 2011:80). Indeksslån har især været anvendt til offentligt støttede byggerier, men har derimod ikke haft stor interesse fra private låntagere. Lånet har især sine fordele i perioder med høj eller kraftigt varierende inflation, hvor der sikres en forholdsvis lav realrente på lånet. Siden indførelsen af indeksslånet i 1982 er populariteten af denne låneform dog faldet. Dette skyldes primært at ved indførelsen af indeksslånet var inflationen på 10 pct. om året samtidig med at obligationsrenterne var på omkring 20 pct. Da udviklingen i såvel inflationen som de lange renter har været nedadgående, har dette medført at kunder såvel som investorer ikke i samme grad føler behov for, at der skal inflationssikres (Abildgren, 2010:127). Indeksslån var således tilsigtet at tilgodese både låntager samt långiver. Den lavere rente på lånet var i låntagers interesse, da restgælden således blot steg med inflationstaksten.

Omvendt ville långiver være sikret en betaling i form af en stigende ydelse samt være sikret mod rentefald. Omend renteindtjeningen var lavere, ville långivers indtjening stige i takt med inflationen i samfundet. Grundet den lave inflationsrate der ses i dag, giver ydelsen et lavere skattefradrag end ydelsen på et nominallån gør, hvilket ligeledes er medvirkende til, at lånet stort set ikke efterspørges (Wendt, 2011:80). Ligeledes har lovændringer på finansområdet været medvirkende til, at låntypen har mistet popularitet<sup>2</sup>. I takt med ændringer i skatteregler samt udviklingen i markedet er nye låntyper blevet gjort fordelagtige. Da renterne tidligere var på et højere niveau end det ses i dag samtidig med at renterne gjorde større udsving, var et fastforrentet lån med til at skabe større sikkerhed (Wendt, 2006:74).

---

<sup>2</sup> Da denne afhandling ikke kommer til at beskæftige sig yderligere med indeksslån, vil en detaljeret gennemgang af lovændringerne samt deres implikationer ikke blive beskrevet. For en beskrivelse af lovændringerne og hvilken betydning disse har haft for indeksobligationer; se Andersen & Gyntelberg (1999)

Med de renteniveauer der ses i dag, er det blevet populært med et lån, der ikke er fastforrentet, et såkaldt flexlån. Et flexlån har samme løbetid på lånet, som et fastforrentet lån har – her er der altså ligeledes tale om 10-, 20- eller 30-årige lån. Dog er forskellen, at renten fastsættes hvert år, hvilket under normale omstændigheder giver en lavere effektiv rente årligt. Denne låntype er som regel fordelagtig, når den korte markedsrente ligger signifikant under den lange markedsrente (Wendt, 2011:80). En anden populær låntype er lån med afdragsfrihed. Disse lån tillader at debitor de første 10 år udelukkende betaler renter, uden at afdrage på lånet. Et 30-årigt lån vil altså være afdragsfrit i de første 10 år, hvorefter de sidste 20 år af lånet vil svare til et annuitetslån, hvor lånet amortiseres. Da lån med afdragsfrihed er lavet som annuitetslån stiger ydelsen markant, når lånet skal afbetales. Dog kendes stigningen i ydelsen på forhånd, hvilket er med til at skabe sikkerhed for kunderne (Wendt, 2011:81). Der findes altså flere forskellige låntyper, hvilket i dag giver kunderne mulighed for at vælge, hvilket lån der passer bedst til den enkeltes behov.

### 3.2.3 Pensionskasser og forsikringsselskaber

Forsikringsselskaber og pensionskasser kan primært deles op i to forskellige grupper. På den ene side er skadesforsikringsselskaber og på den anden side er livsforsikringsselskaber, pensionskasser, ATP samt LD<sup>3</sup>. Fælles for pensionskasser og forsikringsselskaber er, at de opererer efter ”de store tals lov”, hvilket vil sige, at jo flere der er medlem, desto mere præcist vil det være at beregne en sandsynlig skadeshyppighed. Da det er nemmere at beregne en tilnærmelsesvis præcis hændeshyppighed pr. tidsenhed, vil det både være til fordel for pensionskasser, forsikringsselskaber såvel som det vil være en fordel for kunderne (Wendt, 2011:12). Medlemmerne af en forsikringsordning indbetaler en præmie, som afspejler den gennemsnitlige risiko. Til trods for at en forsikringsudløsende hændelse vurderes til at være begrænset for den enkelte, så er de fleste villige til at forsikre sig. Det skyldes, at der i tilfælde af et uheld vil være store personlige omkostninger herved, hvor den enkelte nødvendigvis ikke vil have råd til være selvforsikrende. Dermed er det altså en fordel for medlemmer af en forsikringsordning, at der er mange medlemmer til at betale en præmie, i stedet for at det enkelte individ er nødsaget til at være selvforsikrende (Wendt, 2011:92).

---

<sup>3</sup> ATP samt LD går ind under begrebet pensionskasser, men betegnes som offentlige fonde (Wendt, 2011:92).

Samlet set udgør den langsigtede opsparing, som befolkningen foretager, en af de væsentligste kilder til finansieringen af investeringer i Danmark (Wendt, 2011:95). Det at opsparingen udgør en væsentlig del af finansieringen i Danmark, skyldes at en del af den præmie som de forsikrede indbetaler lægges til side som forsikringsmæssige hensættelser. Denne hensættelse placeres i værdipapirer med formål på at forrente den forsikredes livsforsikringsordning. Hvis der er tale om garanterede livsforsikringsordninger, så skal denne mindst forrentes med grundlagsrenten (Wendt, 2011:101). Det vil sige, at forsikringsordningerne har pligt til at opfylde en bestemt forrentning for sine kunder. Grundlagsrenten ligger som regel under markedsrenten, da grundlagsrenten gælder over en lang periode. Hvis de forsikringsmæssige hensættelser opnår en større indtjening end forventet, så vil disse midler blive tilført som bonustilskrivninger til den enkelte forsikredes konto samt til en bonusudjævningskonto, hvor midler opsamles i perioder med særlige gode afkast på investeringerne (Wendt, 2011:101).

Udover de garanterede ordninger findes der også unit link-ordninger, hvor forsikrede selv kan placere deres forsikringsmæssige hensættelser i værdipapirer efter eget valg. Den forsikredes valg er dermed afgørende for, hvor meget pensionens størrelse bliver og der er ingen rentegaranti, ligesom der er på de garanterede ordninger (Wendt, 2011:102).

Forsikringsselskabernes aktiver er underlagt regler for hvordan de må placeres. For obligationer udstedt af offentlige myndigheder eller realkreditinstitutter, bankindskud, pantebreve indenfor 80 procent af ejendomsvurderingen samt lån mod sikkerhed i livsforsikringspolice kan der placeres op til 100 procent af forsikringsmæssige hensættelser. Aktiverne kan også placeres i investeringsbeviser, børsnoterede erhvervsobligationer, børsnoterede og unoterede aktier og yderligt stående pantebreve. Her gælder det dog, at kun 70 procent af de forsikringsmæssige hensættelser må placeres (Wendt, 2011:102). Placeringsreglerne har samfundsmæssig interesse, da en væsentlig del af den private sektors langsigtede opsparing kanaliseres igennem forsikringsordningernes aktiviteter på de finansielle markeder. Samtidig er placeringsreglerne relevante for vurderingen af investeringernes sikkerhed.

### 3.3 Finansiell ustabilitet

En velfungerende finansiell sektor er således et vigtigt element i en velfungerende økonomi, da den finansielle sektor både er med til at udstede lån, samt opretholde tilliden til økonomien. Paradoksalt er dog, at en velfungerende finansiell sektor kan danne fundamentet for en finansiell krise. Dette blev tydeliggjort under den finansielle krise i 2008, hvor tilliden til den ellers stærke finansielle sektor forsvandt (Jespersen & Jensen, 2018:160). Dette skyldes blandt andet, at der i en længere periode var blevet udstedt lån til aktører, som givetvis investerede spekulativt, som konsekvens af de stigende priser på boligmarkedet. Dermed var en, på papiret, velfungerende finansiell sektor altså med til at skabe ustabilitet i samfundet, grundet den massive låntagning i samfundet. Samtidig gjorde de frie kapitalmarkeder ligeledes, at krisen bredte sig og ikke blot var et nationalt fænomen, men derimod et globalt fænomen (Jespersen & Jensen, 2018:160).

Optagelsen af privat gæld er en af de faktorer, som ifølge Minsky spillede en central rolle i makroøkonomisk teori. Dermed gjorde han op med mainstreamøkonomien, der ikke tillagde privatgæld nogen væsentlig rolle (Keen, 2017:16). Privatgælden udgør ifølge Minsky ikke blot en central rolle i opbyggelsen af økonomien, men kan ligeledes være en destabiliserende faktor. I takt med at forventningerne i samfundet stiger vil optagelsen af gæld ligeledes stige, da spekulationsmotiverne bliver større. Dette vil i sidste ende være medvirkende til, at en boble bliver dannet (Minsky, 2016:66). Ydermere fremgår det, at Minsky ser finansielle boom-bust mønstre som noget der sker systematisk, men at måden hvorpå det sker skal ses i en historisk kontekst. Hver boble der dannes er altså forskellig og skal ses primært ses i forbindelse med tre faktorer: Først og fremmest skal det ses i form af de sociale kræfter der stimulerede det stigende forbrug blandt husholdningerne. Derudover skal det ligeledes ses i forhold til de finansielle opfindelser, der har gjort det muligt at optage gælden og sidst skal det ses i forhold til makroøkonomiske betingelser, der har gjort det muligt at forsætte forbruget (Cynamon & Fazzari, 2008:3).

Minsky påpeger i sin teori, at gældsfinansieret forbrug skal ses som stimulerende for økonomien. Dette sker i vækstfasen af den aggregerede business cyklusser, hvor den øgede efterspørgsel er medvirkende til at der skabes vækst i samfundet. Dog medgiver Minsky også, at gældsfinansieret forbrug medfører, at det finansielle system som konsekvens heraf vil blive mere skrøbeligt.

Dette skyldes blandt andet, at husholdningerne på et tidspunkt skal tilbagebetale gælden, hvilket vil have en dæmpende effekt på efterspørgslen og dermed dæmpe den økonomiske aktivitet i samfundet (Cynamon & Fazzari, 2008:19). Ligeledes gør den indbyrdes markedsmæssige afhængighed der er imellem institutionerne, at der i den finansielle sektor er en særlig systemisk risiko. Den systemiske risiko består primært i, at institutionerne grundet deres afhængighed af løbende at optage og give kortvarige lån indbyrdes, er nødsaget til at have fuld tillid til hinanden for at fungere gnidningsfrit.

Dette gensidigt forpligtende 'pengemarked' bygger på høj grad af tillid og i tilfælde af at tilliden udebliver til blot et enkelt pengeinstitut, så kan det medføre mærkbare konsekvenser for den finansielle sektor. Den systemiske risiko, der er forbundet med den finansielle sektor, kom især til udtryk under den finansielle krise. Systemisk risiko betegner risikoen for at opleve én hændelse, der kan få konsekvenser for hele markedet eller i hvert fald en række større aktører på markedet og kan udløses både igennem et endogent og et eksogent chok. Uanset om hændelsen sker på baggrund af et eksogent eller et endogent chok, så kan den systemiske risiko gøre, at institutionerne enten går konkurs eller at dele af markedet bliver dysfunktionelt. Graden af den systemiske risiko vurderes ud fra i hvor stort omfang den efterfølgende påvirker forbrug, investeringer samt vækst eller økonomisk velfærd (ECB, 2009:134-135). Når årsagerne skal findes, skelnes der imellem idiosynkratisk og systemiske faktorer, hvilket vil sige at der ses på hvorvidt at hændelsen sker for en enkelt finansiell virksomhed eller om hændelsen rammer systemisk, altså at flere aktører bliver ramt samtidigt. Derudover er det også vigtigt at skelne imellem eksogent samt endogene årsager. Det vil sige, at der ses på hvorvidt den systemiske risiko sker på baggrund af noget udenfor den finansielle sektor eller om årsagerne til problemet opstår grundet noget i den finansielle sektor. Derudover skal der også skelnes mellem hvorvidt der er tale om sekventiel eller samtidig påvirkning, altså hvorvidt institutionerne bliver ramt samtidigt eller som følge af hinanden (ECB, 2009:135). Da der findes mange forskellige typer af systemisk risiko, vil hovedårsagerne blot blive beskrevet.

De tre hovedårsager til systemisk risiko er contagion risk, risikoen for makroøkonomiske choks der skaber problemer for flere institutioner samtidigt på grund af den meget tætte og gensidige sammenfletning af navnlig pengeinstitutterne som en konsekvens af deres funktion som betalingsformidlere. Hertil kommer en opbygning af ubalancer over tid i form af indlånsunder- og overskud. Hovedårsagerne til systemisk risiko kan både ske i forbindelse med hinanden, men kan også ligeledes være uafhængige af hinanden (ECB, 2009:135).

Contagion risk sker, som navnet antyder, ved at et institut "smitter" andre institutter. Et eksempel på contagion risk kan være, at en banks konkurs fører til en anden banks konkurs, selvom den anden bank ansås som værende solvent. Denne form for risiko kan opstå i tilfælde af, kunderne i en bank vælger at lave bankruns<sup>4</sup> på baggrund af information om tilstanden i en anden bank. Dermed kan det forårsage, at en bank, som kunderne har mistet tilliden til, kan smitte af på andre banker, som i værste fald også vil opleve bankruns. Især banker, der ikke er dækket af indskydergaranti, er særligt udsatte overfor bankruns, da deres kunder ikke er sikret deres indlån, såfremt banken skulle gå konkurs. I de fleste industrialiserede lande er bankernes kunder dog beskyttet af indskydergarantien, hvor de er garanteret op til €100.000 (ECB, 2009:135). Dette betyder dog ikke, at contagion risk ikke kan forekomme. Især interbankmarkedet kan være særligt følsom overfor contagion risk, da institutionerne er afhængige af hinanden. Hvis en bank kommer i alvorlige likviditetsproblemer, kan det være at markedet ikke er tilstrækkeligt i forhold til at dække dette underskud. Er tilliden mistet til det pågældende pengeinstitut kan det medføre, at andre banker er tøvende med at låne penge ud til andre ellers velfungerende pengeinstitutter og dermed kan problemerne i et pengeinstitut altså "smitte" andre pengeinstitutter (ECB, 2009:136).

Den anden form for systemisk risiko opstår, i tilfælde hvor der kommer et makroøkonomisk chok til økonomien. Svækkelsen sker primært fordi kreditrisikoen sker i pengeinstitutterne aktiver, hvorimod passivsiden, i form af gældsforpligtelser, ikke bliver påvirket af et makroøkonomisk chok. Pengeinstitutterne bærer derfor alene risici ved et makroøkonomisk chok. Hvis derimod indlånere også pådrog sig noget af risikoen ved tab på aktiverne, så ville bankerne stå stærkere i forhold til at være rustet imod makroøkonomiske choks. Makroøkonomiske choks kan også medføre, at pengeinstitutter bliver ramt af contagion risk, da pengeinstitutter der er ramt af makroøkonomiske

---

<sup>4</sup> Et bank run er en betegnelse for, at mange kunder samtidigt ønsker at hæve deres indlån i banken



choks, muligvis kan blive ramt af at andre pengeinstitutter ikke længere har tillid til, at gældsforpligtelserne kan betales tilbage grundet de faldne aktiver (ECB, 2009:138).

Den sidste form for systemisk risiko forekommer, når der sker en stigende grad af ubalancer på markedet. Denne form for risiko sker som regel endogent, altså forekommer ubalancerne grundet markedet selv og skal ikke ses som en konsekvens af noget udefrakommende. Ubalancerne forekommer oftest grundet den procykliske adfærd, som finansielle aktører har tendenser til at udvise. Det vil sige, at der vil blive investeret mere samt forbruget vil stige i perioder, hvor samfundet befinder sig i en højkonjunktur. Omvendt vil forbruget falde samt færre investeringer vil blive lavet i perioder, hvor økonomien har ramt en lavkonjunktur. På den måde er den finansielle adfærd medvirkende til at forstærke effekterne af den tilstand, som økonomien befinder sig i (ECB, 2009:138). På baggrund af tidligere litteratur har ECB (2009) fundet frem til grunde der gør, at ubalancer på markedet kan opbygges over tid. Den første grund er, at der i finansiell adfærd forekommer flokadfærd. Det vil sige, at finansielle aktører har en tendens til at investere i det samme som andre investerer i. Hvis usikkerheden omkring afkast på bestemte investeringer er høje, så vil aktørerne have en tendens til at udlede hvilke investeringer der er mest profitable på baggrund af valget af andre aktørers investeringer (ECB, 2009:138). Konsekvensen af denne adfærd kan føre til rationelle flokbølger som beskrevet af Banerjee (1992), hvor aktørerne agerer på baggrund af informationen af andre og derigennem udvælger deres investeringer. En anden årsag til at ubalancer på markedet kan forekomme, er når der lave renter. De lave renter på markedet vil medføre, at aktørerne i højere grad vil være villig til at påtage sig risici og dermed være mere tilbøjelige til at investere. Ifølge Dell'Ariccia og Marquez (2003) kan den stigende investering være medvirkende til, at bankerne i højere grad er villige til at udlåne deres midler i håb om at få en større markedsandel. Dermed sænkes lånestandarderne for kunderne hvilket medfører en stigende risiko for at finansiell ustabilitet forekommer i sektoren (Dell'Arria & Marquez, 2003:1-3). En lavere rente vil samtidig medføre at priserne på værdier, som er stillet som sikkerhed for et givent lån, vil stige. Dermed medfører et rentefald, at blandt andet ejendomspriser vil stige. Stiger priserne på ejendomme vil ejendommen få en større friværdi, hvilket vil betyde at ejeren vil kunne optage et endnu højere lån og dermed lave flere investeringer (ECB, 2009:138).

Til sidst nævnes finansielle sikkerhedsnet som en mulig faktor til der tages større risici. Dette gælder både for bankerne samt kunderne. Såfremt der er et sikkerhedsnet til at redde aktørerne, vil denne i højere grad være tilbøjelig til at påtage sig risici og begive sig ud i risikofyldte investeringer (ECB, 2009:139). Den systemiske risiko kommer altså til udtryk på forskellige måder, men fælles for alle måderne er, at aktørernes afhængighed af hinanden er medvirkende til den systemiske risiko, findes i den finansielle sektor.

### 3.4 Finansialisering

Udviklingen af den finansielle sektor er intet nyt fænomen. Siden den finansielle krise i 2008 har et af de mest omdiskuterede emner dog været, hvorvidt den finansielle sektor har vokset sig for stor. Begreber som finansialisering er blevet mere udbredt i den akademiske verden og der har været et utal af artikler der har beskrevet netop denne problemstilling. Til trods for den store opmærksomhed omkring begrebet finansialisering, så findes der et utal af definitioner på begrebet. Ligeledes undersøges der vidt forskellige sektioner af den finansielle sektor i de forskellige artikler omhandlende finansialisering. Her beskrives der alt fra den stigende størrelse af den finansielle sektor til finansielle innovationer<sup>5</sup>.

Ifølge Sawyer (2014:1) er det ligeledes svært at definere hvornår begrebet første gang kom frem, men påpeger ligeledes at begrebet for alvor er blevet brugt flittigt siden start 1990'erne. Der findes mange forskellige definitioner af begrebet finansialisering og begrebet er i sig selv abstrakt. Ligeledes dækker de forskellige begrebsdefinitioner over forskellige tidsperioder samt forskellige lande (Sawyer, 2014:1-2). For at forklare hvad finansialisering går ud på, er det derfor vigtigt at få defineret begrebet samt vælge en definition som dækker over hvad der ønskes undersøgt.

Da Danmark er hovedfokus i denne afhandling, handler det derfor om at finde en bred definition, der kan være medvirkende til at forklare udviklingen i den finansielle sektor i Danmark. Som tidligere beskrevet, så findes der et utal af definitioner på begrebet. Derfor vælges der i denne afhandling at kigges nærmere på en af de mere anerkendte definitioner af begrebet.

---

<sup>5</sup> For en detaljeret gennemgang af litteratur omkring finansialisering se (Fasianos et al., 2016)

En af de mere velkendte definitioner kom Gerald Epstein med i udgivelsen *Introduction: Financialization and the World Economy*. Her defineres begrebet således:

*here we will cast the net widely and define financialization quite broadly: for us, financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies* (Epstein, 2005:3)

Finansialisering betegner altså ifølge Epstein (2005:3) den proces, som der de seneste årtier har kendetegnet samfundet. Her har den finansielle sektor vokset sig større, hvilket har været medvirkende til, at antallet af lånemuligheder i samfundet også er steget. Valget af Epstein's definition af begrebet er bevidst, da denne definition giver en bred forståelse af hvad finansialiseringen handler om, samtidig med at denne definition hverken er begrænset til en bestemt tidsramme eller et bestemt sted, hvilket nogle af de andre definitioner af begrebet er<sup>6</sup> (Sawyer, 2014:2). Dette betyder altså, at definitionen ligeledes kan bruges til at betegne den udvikling som har været i Danmark, til trods for at Epsteins fokus er på den amerikanske økonomi. Palley (2007) påpeger ligeledes at finansialiseringen er et bredt koncept, men at det primært dækker over den udvikling, som den finansielle sektor, og samfundet generelt, har været igennem de seneste årtier. Også her benyttes Epstein's definition af begrebet (Palley, 2007:3). Her har samfundet udviklet sig fra at være produktionspræget samfund til at blive et finansielt samfund, hvor den finansielle sektors betydning efterhånden ikke kan ignoreres. Finansialisering indebærer ligeledes deregulering af det finansielle marked, hvilket har betydet, at mulighederne for gældsoptagning er vokset, samt at investeringsmulighederne ligeledes er vokset. De øgede lånemuligheder har blandt andet været medvirkende til at skabe en ændring i hvordan husholdningerne samt virksomhederne agerer i økonomien. Lånemulighederne er blevet forøget og antallet af lån i såvel virksomhederne som hos husholdningerne er steget, hvilket har medført at samfundet er blevet gældsrevet. Et gældsrevet samfund har øget usikkerheden, hvilket blev tydeliggjort under finanskrisen (Palley, 2007:3).

---

<sup>6</sup> Krippner (2005)'s definition af begrebet er indsnævret til udelukkende at tage udgangspunkt i den amerikanske økonomi.

Uanset hvilken definition der benyttes af begrebet, så kan det efterhånden ikke negligeres, at vigtigheden af den finansielle sektor har vokset sig større. Som Sawyer (2014:1) påpeger, så går de fundamentale principper i begrebet tilbage til omkring 1960'erne. Her startede skiftet mod et finansielt domineret samfund, hvor den finansielle sektor blev af større betydning. Det er altså som sådan intet nyt over fænomenet finansialisering. Dog er omfanget heraf blevet langt større end tilfældet var dengang. Finansialisering kan i virkeligheden måske bedst beskrives som en proces, der igennem de seneste mange år har været med til at forme den finansielle sektor til det den er i dag. Især konventionelle økonomer har været en stor medvirkende faktor til, at finansialisering er et begreb der fylder så meget i samfundet i dag. Som fortaler for det frie marked samt minimal statslig indblanding har konventionel økonomisk teori spillet en stor rolle i at promovere finansialiseringen (Palley, 2007:4). Selvom begrebet finansialisering ikke nødvendigvis er blevet brugt, så dækker finansialiseringen stadig over den udvikling, som især de konventionelle økonomer har været med til at promovere indenfor den finansielle sektor. Dette har været medvirkende til, at der for husholdningerne samt de private virksomheder har været flere finansielle muligheder, som altså har været medvirkende til den øgede gældsratio, som især op til krisen var på et hidtil uset niveau. Til trods for, at begrebet ikke er nyt, har stigningen i gældsrationerne, som konsekvens af dereguleringerne af den finansielle sektor, gjort at begrebet de senere år har fået mere opmærksomhed.

Som Lapavitsas (2013:794) påpeger, så har udbredelsen af finansialisering været afhængig af statslig indflydelse. Der lægges især vægt på, at finansialisering har været afhængig af, at staten har dereguleret det finansielle system med hensyn på at åbne op for kapitalbevægelserne samt dereguleringerne. Der lægges altså her vægt på samspillet mellem staten og den finansielle sektor samt den gensidige afhængighed har medført, at finansialisering har haft gode forudsætninger for at blive så relevant, som det er i dag. Lapavitsas (2013:794) påpeger desuden, at især tre tendenser har været medvirkende til skiftet mod et finansielt domineret samfund. Først og fremmest beskrives det, at ikke finansielle virksomheder i langt større grad indgår i finansielle aktiviteter. Dette blev ligeledes forklaret af Palley (2007), som beskriver hvordan finansialisering har fået virksomhederne samt husholdningerne til at agere anderledes i økonomien.

Som den anden tendens påpeger Lapavitsas (2013:794) at bankerne har ageret anderledes i takt med, at finansialisering er blevet mere udbredt. Finansialisering har givet bankerne flere muligheder for profit, hvilket har medført, at bankerne har medvirket i finansiell trading fremfor blot at tjene penge på ind- samt udlån. Desuden påpeges det, at bankerne i højere grad har skiftet fokus mod husholdningerne, da det har været nemmere for dem at optage lån i takt med, at den finansielle sektor har udviklet sig.

Og netop det faktum at husholdningerne i højere grad afhænger af den finansielle sektor for at finansiere blandt andet huse betegner Lapavitsas (2013:794) som den tredje tendens. I takt med at den finansielle sektor øges, vil afhængigheden til den finansielle sektor også stige. Finansialisering skaber en asymmetri imellem produktion og cirkulation, hvor der især skabes en asymmetri imellem produktion og finansiell cirkulation. Hermed argumenterer Lapavitsas (2013) altså for, at finansialisering har været medvirkende til at omfordele finansielle midler uden at der nødvendigvis sker produktion i samfundet (Lapavitsas, 2013:794).

### 3.5 Minskys finansieringsteori

Minskys teori bygger på tre forskellige former for finansiering – Hedge, speculative og ponzi-finansiering. Disse tre former for finansiering gør sig gældende for både virksomheder, husholdninger samt regeringer og kan skelnes imellem ved deres relation af kontraktuelle forpligtelser grundet deres passiver samt deres primære pengestrømme (Minsky, 2016:20). Ifølge Minsky er finansiell ustabilitet noget der ligger udover den normale finansiering. Dog bliver det ofte en integreret del af samfundsstrukturen. Derfor er det også nødvendigt at have en teori, der forklarer hvorfor økonomien periodisk er ustabil. Her vil sammensætningen af finansieringsformerne have betydning for, hvorvidt en økonomi er stabil eller ej (Minsky, 2016:16).

#### 3.5.1 Hedge finansiering

En aktør kan karakteriseres som værende hedge finansierende, når bruttoindkomsten overstiger de kontraktuelle forpligtelser. Det vil altså sige, at der i enhver given periode kan tilbagebetales det lån, som en aktør har valgt at optage. Selvom bruttoindkomsten er usikker, vil de finansielle beslutninger være baseret på en minimumsindkomst, som har en større sikkerhed. Ligeledes er den kapitaliserede værdi baseret på minimumsindkomsten (Minsky, 2016:23-24).

Der er med andre ord ikke store risici forbundet med hedge finansiering, da det her forventes, at en aktør vil være i stand til at betale dennes gældsforpligtelser i enhver given periode. Den kapitaliserede værdi af kapitalindkomsten vil overstige den kapitaliserede værdi af betalingsforpligtelser for ethvert renteniveau. Dermed vil en ændring i renten ikke påvirke aktørens solvens, men blot påvirke størrelsen af indtjeningen (Minsky, 2016:24). Hedge finansieringen er derfor en relativt sikker investeringsform. Denne form for finansiering er dermed ikke yderligere medvirkende til, at der skabes finansiell ustabilitet i samfundet. Da hedge finansiering ikke bidrager til det spekulative aspekt af gældsoptagning, er det i højere grad speculative og især ponzi finansiering, der er medvirkende til at udlånene stiger i højere grad end BNP gør. Dette er ifølge Minsky (2016) disse finansieringsformer, som er medvirkende til, at der skabes ustabilitet i samfundet.

### 3.5.2 Speculative finansiering

Når en aktør fra tid til anden har gældsforpligtelser der overstiger indkomsten, vil denne være spekulerende. Dette gøres i troen om, at refinansiering vil være tilgængeligt, når der er brug for det. For en speculative finansiering vil indbetalingerne være større end gældsforpligtelserne. Dog vil gældsforpligtelserne i nogle perioder være større end indbetalingerne i disse perioder. Disse underskud vil som regel komme tidligt i finansieringen, da investeringerne er finansieret igennem kortfristet gæld. Under speculative finansiering vil der være underskud på kort sigt, hvorimod der på længere sigt vil være et forventet overskud (Minsky, 2016:25). En spekulerende aktør vil finansiere lange positioner af aktier igennem kortfristet gæld i håb om en gevinst i fremtiden. Dette vil medføre, at rentestigninger vil mindske ens overskud og endda muligvis give et underskud, hvis renten stiger tilstrækkeligt. Dette scenarie kan ikke forekomme i hedge finansiering, hvilket gør at speculative finansiering vil være forbundet med større risici og kan dermed være medvirkende til ustabilitet i økonomien. Hvis gældsforpligtelserne overstiger indtjeningen, så vil aktøren udelukkende kunne betale sine gældsforpligtelser ved, at der udstedes mere gæld eller ved at tage af kassebeholdningen. Denne refinansiering kan betyde, at gældsforpligtelserne på et senere tidspunkt vil være højere end først antaget (Minsky, 2016:26).

En spekulativ aktør vil allokere en del af sine indtægter som indkomst. Dette er den gevinst, som den spekulative aktør står overfor. Ligeledes vil en andel gå til tilbagebetaling af gælden samt en andel til rentebetalinger. I perioder hvor der er underskud vil den spekulative aktør have opbygget en indkomstdel, som stadig overstiger rentebetalingerne i den givne periode. Dette gør sig gældende, selvom andelen afsat til at tilbagebetale gælden i den givne periode ikke er tilstrækkelig til at betale ydelsen på lånet. Dette betyder, at spekulative aktører vil have et nettooverskud og aktørerne kan derfor reallokere noget af indkomstoverskuddet for at nedbringe gælden (Minsky, 2016:26).

### 3.5.3 Ponzi finansiering

Den sidste form for finansiering er ponzi finansiering. Denne form for investering kendetegnes oftest ved, at de kortfristede gældsforpligtelserne ikke kan betales ud af den forventede indtjening på kort sigt. Dette resulterer i, at aktørerne akkumulerer en større mængde gæld, for at tilbagebetale gældsforpligtelserne. Dermed optager aktørerne mere gæld på trods af, at der ikke finansieres i flere nye aktiver, som kan give indtjening. Derimod optages størstedelen af gælden blot for at overholde gældsforpligtelserne på gæld der er optaget tidligere i forløbet (Minsky, 2016:26-27). For at det er profitabelt at lave ponzi finansiering, så skal nutidsværdien af al fremtidig forventede indtjening være positiv. Når der ligeledes køres med underskud på kort sigt, betyder dette, at nutidsværdien af indtjeningen i senere perioder skal være større end nutidsværdien af tabet i tidligere perioder. Her er der dog flere faktorer, som kan påvirke nutidsværdien af fremtidig indtjening. Ofte spekuleres der i inflationsforventninger, hvor aktørerne ponzi finansierer i håb om, at et aktiv forsat vil stige. Aktørerne vil derfor investere i et givent aktiv ved hjælp af gældsoptagelse. Dette gøres med forhåbningen om at dette aktiv i fremtiden vil have øget sin værdi tilstrækkeligt til, at investeringen har været profitabel, til trods for at aktøren på kort sigt har optaget store mængder gæld for at finansiere dette aktiv. Dette kan være medvirkende til, at en boble bliver dannet, ligesom det sås op til finanskrisen. Et fald i inflationen eller forventningerne hertil vil medføre, at aktivet taber værdi og dermed kan gæld overstige værdien af aktivet (Minsky, 2016:27).

En økonomi præget af en stor mængde hedge finansiering vil være mere stabilt end en økonomi præget af en stor mængde af speculative eller ponzi finansiering. Dette skyldes, at når speculative finansiering samt ponzi finansieringen stiger, så vil spekulationerne i samfundet stige og dermed vil der komme usikkerhed i økonomien. Under en højkonjunktur vil den kortfristede gæld stige, hvilket vil være medvirkende til, at der vil komme et skift i den finansielle struktur. Der vil med andre ord komme flere spekulativt- samt ponzi-finansierende aktører i perioder, hvor det går godt i økonomien (Minsky, 2016:27). Ifølge Minsky består finansiell ustabilitet af to facetter. Både omkostningerne ved gæld samt behovet for at nedbringe gæld er den ene af facetterne. Ved nedbringelse af gælden, så vil værdien af aktiver falde, da aktørerne prøver at blive mindre afhængige af gæld. De kan derfor være nødsaget til at sælge ud af aktiver, for at finansiere tilbagebetalingen af deres gæld. Den anden facet er, at indkomsten vil ændre sig, hvis faktorer, der bestemmer denne, ændrer sig. Her kan der eksempelvis være tale om en renteændring. For hedge finansiering gør det sig gældende, at renten udelukkende ændrer på hvor stort overskuddet er, hvorimod for spekulativ finansiering samt ponzi finansiering gør det sig gældende, at renten kan påvirke hvorvidt der er positiv eller negativ værdi. En rentestigning i en økonomi præget af spekulativ samt ponzi finansiering, kan derfor gøre aktører insolvent (Minsky, 2016:28).

#### 4. Analyse

I dette afsnit vil faktorer, der var medvirkende til den finansielle krise i Danmark, blive analyseret. Den tidligere præsenterede teori vil benyttes til at analysere forløbet omkring den finansielle krise med udgangspunkt i dansk økonomi. Dette afsnit har til formål at analysere hvilke faktorer, der var bestemmende for udviklingen i den finansielle sektor, den private sektors gæld samt ejendomspriserne. Disse var alle faktorer, der gik forud for den finansielle krise, der ramte Danmark i 2008. Rangvid (2013) undersøger årsagerne til at den finansielle krise ramte Danmark. Heri findes det at der var mange årsager til den finansielle krise (Rangvid, 2013:15)<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Rangvid (2013) påpeger 43 forskellige årsager til at krisen ramte Danmark. Det påpeges blandt andet at en af de væsentligste årsager var den lave og stabile inflation, stor økonomisk vækst samt lave renter der medførte en optimisme i økonomien (Rangvid, 2013:15). Optimismen førte til en undervurdering af den reelle risici. Samtidig påpeges det at den danske krise især blev påvirket af krisen på de internationale finansielle markeder (Rangvid, 2013:16). Derudover førtes der en procyklisk finanspolitik, hvilket også var medvirkende til overophedningen af dansk økonomi (Rangvid, 2013:16).



Belysningen heraf er derfor på mange måder kompleks og indeholder mange forskellige aspekter. Derfor vil denne analyse ikke indeholde alle årsagerne, men primært fokusere på husholdningernes gældstagnung, udviklingen i boligmarkedet samt hvordan den finansielle sektor muliggjorde de store udlån. Afsnittet vil være inddelt således, at der først vil være en belysning af hvordan gældsoptagningen i Danmark udviklede sig set fra den private sektors perspektiv samt realøkonomiske konsekvenser heraf. Dernæst vil der ses på hvad der lå til grund for udviklingen, hvor betydningen af de finansielle lempelser der fandt sted i årene op til krisen, vil blive analyseret.

Som det blev nævnt indledningsvist, var gældsstigningen ikke blot et dansk fænomen, men derimod noget der ramte stort set alle industrialiserede lande i verden. Figur 4.1 illustrerer dog at den stigende gældsoptagning i Danmark ikke blot var høj i forhold til hidtidige danske standarder, men derudover også lå på et højt niveau sammenlignet med andre lande. Hvis der ses på forskellene imellem Danmarks private gældsoptagning og USA's private gældsoptagning blev spændet større og større i årene op til finanskrisen. Dette var til trods for, at den amerikanske gældsoptagning også var stærkt voksende i perioden. Især de såkaldte subprime-lån<sup>8</sup> var blevet populære i USA og gjorde, at den almene borger havde mulighed for at optage store lån til finansieringen af bolig. Det til trods, var gældsoptagningen i Danmark større, hvilket bevidner om et lånevilligt Danmark. Samtidig vil en boble formet i Danmark muligvis også være udløst af andre faktorer end der gør sig gældende i et andet land. Da hovedfokus i denne afhandling er gældsoptagningen i Danmark, er det derfor vigtigt at se på hvilke faktorer der spillede ind i gældsoptagningen for den private sektor i Danmark.

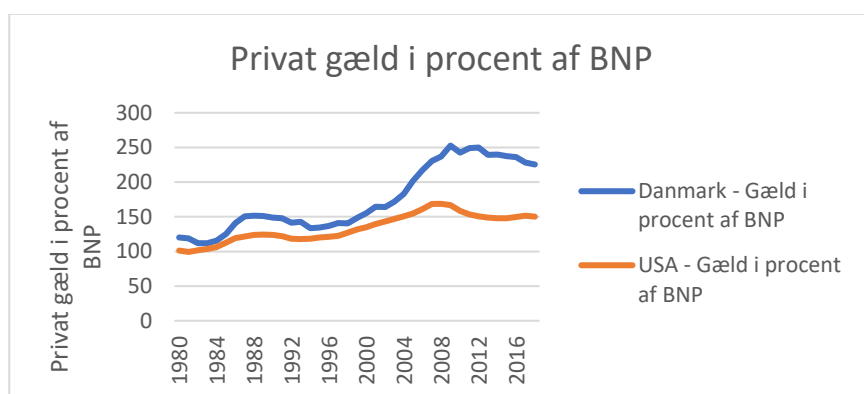
---

<sup>8</sup> Subprime-lån er betegnelsen for lån, der er givet til låntagere med en lavere kreditværdighed (Finans Danmark, 2018a:23). Subprime-lånene blev blandt andet udstedt på baggrund af den tidligere omtalte lavere lånestandard jævnfør Dell'Arricia & Marquez (2003)

#### 4.1 Den private sektor

Som det blev beskrevet i afsnit 3 har den finansielle sektor været under konstant udviklingen siden 1960'erne. Udviklingen har både skabt muligheder, men har også ligeledes skabt begrænsninger for økonomien. I takt med at lånemulighederne i bredere omfang er gjort tilgængelige for den almene borger samt private ikke-finansielle virksomheder bliver den systemiske risiko, der er forbundet med den finansielle sektor, sat på prøve. Ses der først og fremmest på udviklingen i den private gældstagnung fremgår det af figur 4.1, at der især i Danmark siden årtusindeskiftet har været en opadgående tendens i udviklingen. Foruden den private sektors ageren på især boligmarkedet, så skal forklaringen dels findes i at samfundet i årene efter årtusindeskiftet befandt sig i en højkonjunktur, hvor optimismen blomstrede og befolkningens lånevillighed var høj. Efterspørgslen efter lån blev i høj grad imødekommet af pengeinstitutterne samt realkreditinstitutterne der var villige til at låne til deres kunder. Udover at belyse udviklingen i gældsoptagningen, illustrerer figur 4.1 samtidig en af de problematikker, der især fandt sted i Danmark. Gældskvoten i Danmark steg i betydelig grad i årene op til den finansielle krise, hvilket var med til at gøre økonomien mere skrøbelig. Som det blev gennemgået indledningsvist jævnfør figur 1.2 var BNP i Danmark stigende i årene op til krisen. Til trods for, at årene op til den finansielle krise var gode økonomiske år, så kunne udviklingen i den private gældstagnung ikke opvejes af udviklingen i BNP og dermed steg gældskvoten markant, hvilket både havde betydning for finansielle institutioner, virksomheder samt for husholdningerne. En stigende gældskvote vil være medvirkende til, at eksponeringen overfor uventede stød til økonomien vil være større.

Figur 4.1 – Privat gæld i procent af BNP



Kilde: (Egen fremstilling med afsæt i data fra BIS (2020), BEA (2020) samt OECD (2020a))

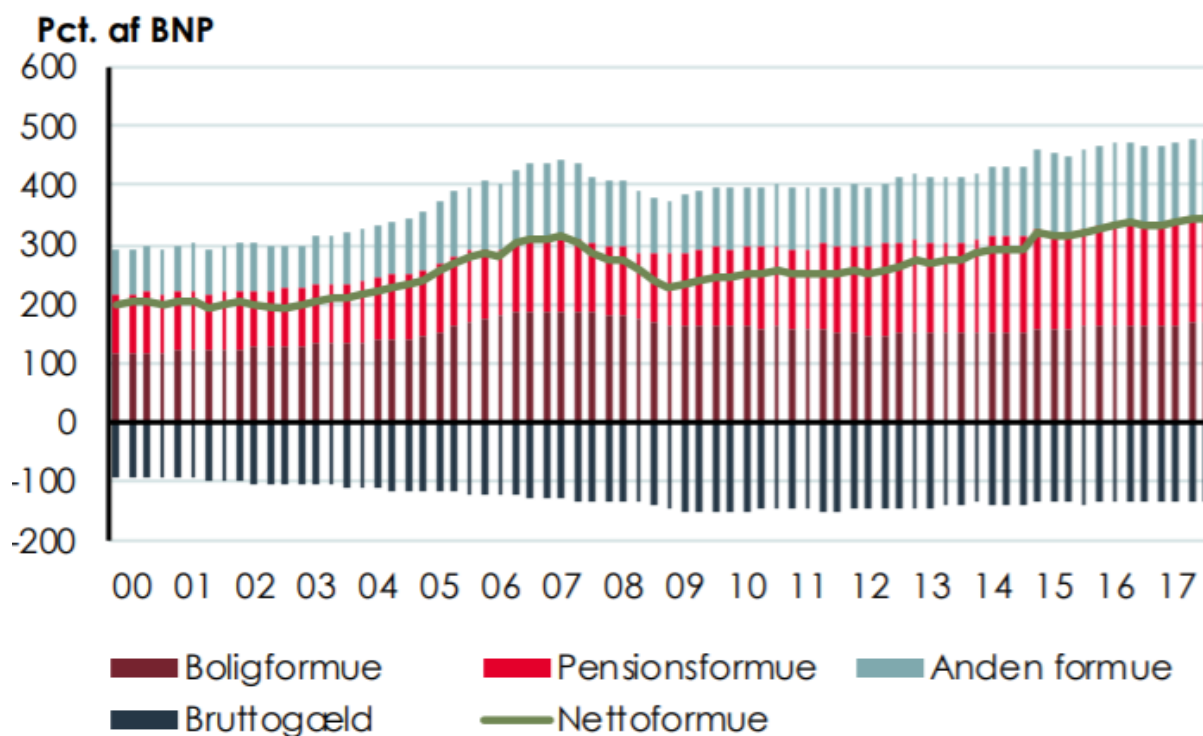
I Danmark steg den private gæld i en sådan markant grad, at de danske husholdningernes gæld var på det højeste niveau i verden jævnfør figur 1.1. Værd at bemærke er det, at den danske gældsakkumulering i den private sektor altid har været blandt de højeste i verden. Forskellene i gældsakkumuleringen skyldes blandt andet de forskellige finansielle strukturer landene imellem, hvilket har indflydelse på hvordan den private sektor opfører sig i et givent land. Når der tales om gæld er det dog værd at bemærke, at der her er tale om bruttogæld. Sondringen mellem bruttogæld og formue er vigtig, når den danske gældstagnation skal belyses. Sættes bruttogælden op imod husholdningernes aktiver tegner der sig et billede af, at de danske husholdninger har en relativt høj solvensgrad. I Danmark forholder det sig sådan at der især for husholdningerne gælder, at den stigende gæld delvist modsvarer af en ligeledes stigende formue, som blandt andet består af aktivposter som bolig, pension samt bankindsparinger. Forskellen imellem de nævnte aktiver og husholdningernes gældforpligtelser er i figur 4.2 givet ved nettoformuen. Balanceopbygningen i Danmark er anderledes i forhold til mange andre lande, da balancen består af store aktiver og passiver.

Den store balanceopbygning skyldes især, at der i Danmark findes et veludviklet realkredit- og pensionssystem (Isaksen et al., 2011:40). Det veludviklede realkredit- samt pensionssystem gør, at husholdningerne i Danmark har muligheden for at optage større mængder gæld og dermed øge bruttogældsætningen, da det veludviklede realkreditsystem gør det muligt at låne til boligkøb eller nybyggeri. Samtidig gør pensionssystemet, at de danske husholdninger er sikret økonomisk i form af pension, når pensionsalderen nås og dermed stiger tilbøjeligheden til at optage gæld, da husholdninger kan være tilbøjelige til at låne på et tidligere stadie i ens liv, da man ved at man er sikret økonomisk på et senere tidspunkt i livet (Mian et al., 2017:16)<sup>9</sup>. Det vil sige, at til trods for den høje gældskvote har den almene dansker stadigvæk en betydelig nettoformue, hvilket illustreres i figur 4.2.

---

<sup>9</sup> Denne antagelse bygger på teorien fremstillet af Milton Friedman (1957) omkring permanent income hypothesis som beskriver hvordan rationelle agenter forsøger at sprede deres forbrug ud over hele levetiden baseret på forventningerne til deres samlede indkomst. I perioder hvor indkomsten er lav kan forbruget opretholdes ved enten at låne penge eller ved at benytte sig af opsparing (Friedman, 1957). Denne teori kan derfor bruges til at argumentere for, at husholdningerne i højere grad vil være tilbøjelige til at optage gæld, da man i Danmark har udsigt til en større indkomst senere i livet i form af f.eks. pension.

Figur 4.2 – Danske husholdningers formue



Kilde: (Finans Danmark, 2018a)

Af ovenstående graf fremgår det, at størstedelen af de danske husholdningernes formue er i form af boligformue. Dette gjorde sig dog også gældende for en overvejende række af landene. Dog er det værd at bemærke, at Danmark ligeledes har en stor pensionsformue. Denne pensionsformue betegnes som illikvid, da det selvsagt ikke er muligt at frigøre denne formue før pensionsalderen nås. At en del af formuen er illikvid gør, at det i tilfælde af økonomiske chok til økonomien, ikke vil være muligt at modsvare ens gæld med den illikvide del af formuen (Hansen, 2018). I tilfælde af at en finansiell krise rammer, vil risikoeksponeringen være større desto større ens bruttogæld er. Når en relativt betydelig del af ens formue tilmed består af illikvide midler, vil en stigende gæld dermed samtidig have en indflydelse, idet gælden ikke kan afbetales ved at sælge ud af de illikvide aktiver. Dermed risikerer husholdningerne, at deres gældseksponering gør dem ekstra sårbare overfor krisetider. Så til trods for den relativt høje solvensgrad som de danske husholdninger har, så var det ikke risikofrit at bevæge sig ind på boligmarkedet. Det til trods, så var de danske husholdninger relativt godt rustet, grundet deres store formuer.

Samtidig blev husholdningerne, som det fremgår af figur 4.2, ikke ramt af krisen i et stort omfang. Det er relativt begrænset hvor meget boligformuen faldt jævnfør figur 4.2. Den samlede nettoformue faldt heller ikke betydeligt og tog relativt kort tid om at blive opbygget igen, hvilket blandt andet skete på baggrund af stigende pensionsformue i årene efter krisen. Der er formentlig flere faktorer der gør, at husholdninger ikke påtog sig store risici, selvom der blev spekuleret i boligmarkedet. Forklaringen skal muligvis findes i, at det er begrænset hvor meget en almindelig husholdning kan låne til investering i bolig. Det vil derfor automatisk sætte en begrænsning for risikoeksponeringen, som husholdningerne er udsat for. Samtidig skal forklaringen muligvis findes i, at de husholdninger, der tiltrådte boligmarkedet, i større grad skete grundet ønsket om at eje en bolig fremfor at have profit for øje. Drømmen om at eje en bolig blev muliggjort grundet de øgede lånemuligheder og derfor steg den private gældsoptagning, da boligkøbet skulle finansieres. Til trods for det høje niveau af gældsoptagning blandt husholdningerne var belåningen ikke baseret på risikofyldte investeringer, som det gjorde sig gældende for andre aktører.

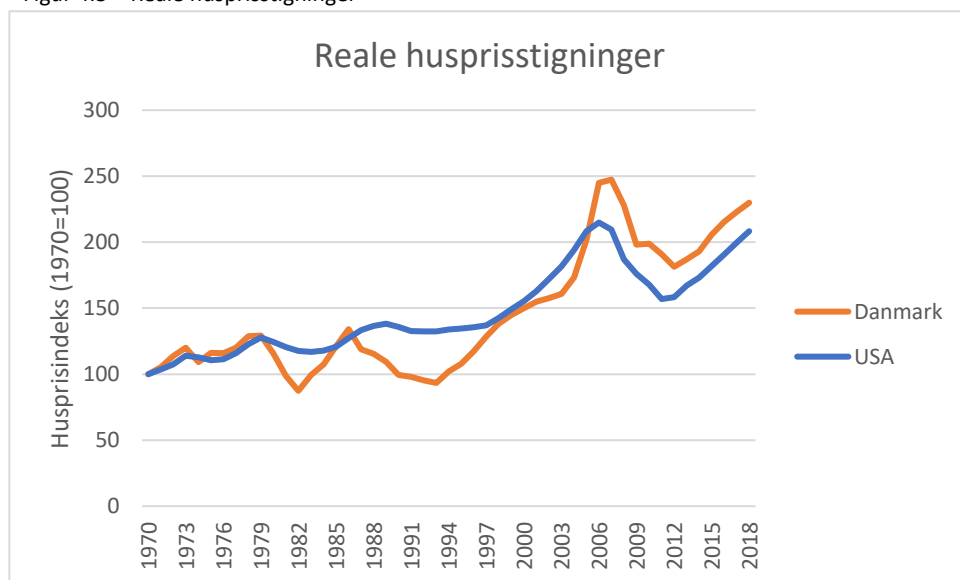
Anderledes så det ud for de virksomheder, som påtog sig store risici, som en konsekvens af de stigende boligpriser. Ejendomsselskaberne var især udsatte, da de stigende boligpriser og det efterfølgende fald i boligpriserne betød, at der var færre midler at stå imod med. Da boligmarkedet gik i stå, stod ejendomsselskaberne med en masse boliger, som ikke kunne udlejes eller hvor lånene der skulle finansiere boligerne ikke længere afspejlede boligernes værdi. Det medførte flere konkurser for ejendomsselskaber samt betalingsproblemer, hvilket resulterede i at flere pengeinstitutter overtog ejendommene for at undgå større tab (Johnsen, 2009).

Figur 4.2 belyser samtidig en anden tendens der fandt sted i årene op til den finansielle krise. I årene op til den finansielle krise blev boligformuen betydeligt større, hvilket muliggjorde en betydelig tillægsfinansiering, hvorved både bruttogælden samt nettoformuen steg. Bruttogælden steg som en konsekvens af, at boligformuen steg, da det gav husholdningerne et større incitament til at optage yderligere gæld blandt andet i form af tillægslån. Forklaringen bag den øgede bruttogæld skal dels findes i, at nogle husholdninger optog lån med henblik på at tiltræde boligmarkedet, grundet de stigende boligpriser. Samtidig skal en del af forklaringen findes i, at det i Danmark er muligt at låne i friværdien i ens hus. Derfor vil en husprisstigning medføre, at friværdien i ens hus stiger og dermed øges forbrugernes lånemuligheder. Muligheden for at optage lån i ens friværdi er en af de faktorer, der er medvirkende til at øge belåningsgraden i Danmark.

En anden ting der kan udledes af figur 4.2 er, at en overvejende del af de danske husholdningernes nettoformue skyldes de stigende boligpriser. Som en konsekvens heraf bliver husholdningernes formue i stigende grad eksponeret for risici, da aktivernes værdi bestemmes af efterspørgslen på boligmarkedet. Såfremt efterspørgslen efter boliger falder, eller boligpriserne af andre årsager falder, så vil husholdningernes formue blive påvirket af ændringerne på boligmarkedet. En ændring i nettoformuen vil givetvis påvirke husholdningernes forbrugstilbøjelighed, hvilket belyses af Bang-Andersen et al. (2013). Resultaterne heri viser, at der især i Danmark er store udsving i forbruget på baggrund af at boligformuerne ændres (Bang-Andersen et al., 2013:91).

Som det fremgår af figur 4.3 steg boligpriserne kraftigt i perioden op til den finansielle krise. Efterfulgt af et lille fald, som kom i kølvandet på den finansielle krise. Tendensen på boligmarkedet er dog opadgående igen, dog uden at være på niveauet fra før krisens indtræffen. Ændringerne i boligpriserne har derfor haft realøkonomiske konsekvenser, da stigningen i boligpriserne forårsagede et stigende privatforbrug. Omvendt forårsagede faldet i boligpriserne et fald i privatforbruget jævnfør Bang-Andersen et al. (2013:90).

Figur 4.3 – Reale husprisstigninger



Kilde: (Egen fremstilling med afsæt i data fra OECD (2020b))

Den stigende tendens i boligmarkedet blev fremskyndet af flere faktorer. En del af stigningen skal findes i, at renteniveauet var lavt. Det historisk lave renteniveau var medvirkende til at øge incitamentet til at investere i boligmarkedet, da finansieringen heraf blev billigere.

Det øgede incitament satte samtidig gang i boliginvesteringerne<sup>10</sup> i Danmark, og dermed steg både salget af eksisterende boliger samt nybyggeri massivt i årene op til den finansielle krise. Stigningen i nybyggeriet kom som en konsekvens af, at priserne på allerede eksisterende ejendomme steg kraftigt. Dette medførte at det var forholdsvis billigt at bygge nyt, hvilket øgede udbudsmængden af ejendomme (Dam et al., 2011a:49). En stigning i udbuddet af boliger vil have en negativ påvirkning på prisen, da udbuddet bliver større og dermed sænker priserne.

Dette belyses blandt andet i Meng et al. (2013)<sup>11</sup>, som konkluderer at det stigende boligudbud vil have en negativ effekt på prisen og dermed kan have en negativ effekt på gældsoptagningen, da det kræver mindre at finansiere boligen (Meng et al., 2013:84). Til trods for det øgede udbud, som var medvirkende til at sænke priserne på boliger, så var efterspørgslen efter boliger større end udbuddet var. Som det belyses i Dam et al. (2011a) er en af grundene til dette, at udbuddet ikke kan ændres i samme grad som efterspørgslen efter boliger kan, da en forøgelse af udbuddet kræver at der bygges nye boliger. Dermed sker der altså en ubalance på boligmarkedet, da efterspørgslen stiger hurtigere end udbuddet og dermed stiger boligpriserne (Dam et al., 2011a:69).

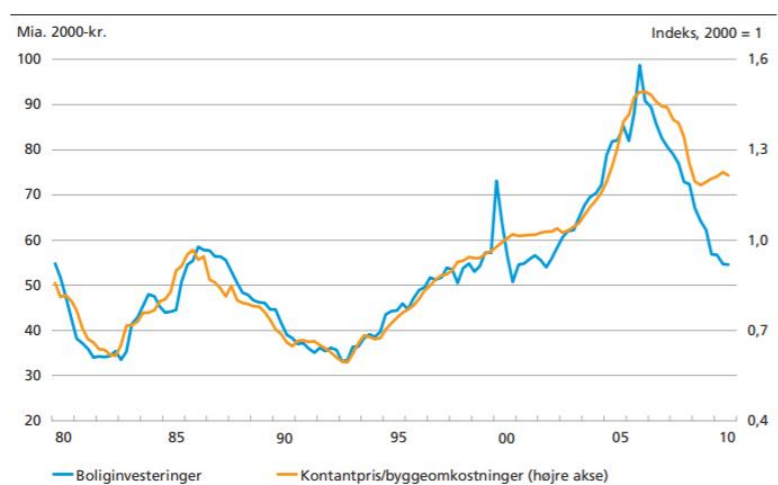
Ud fra figur 4.4 kan det ses at boliginvesteringerne steg kraftigt i årene op til den finansielle krise. Yderligere fremgår det, at forholdet mellem boligpriser og omkostninger for nybyggeriet steg. Det vil sige at boligpriserne steg relativt til byggeomkostningerne i perioden op til den finansielle krise.

---

<sup>10</sup> Byggeinvesteringer dækker over renovering samt nybyggeri.

<sup>11</sup> Her undersøges makroøkonomiske faktorer, der påvirker gældsoptagningen i Australien på baggrund af økonometri. Det konkluderes at nye boliger vil øge udbuddet af boliger og dermed sænke prisen på boligerne. I denne afhandling antages det, at nye boliger i Danmark også vil sænke boligpriserne.

Figur 4.4 – Kontantpriser, Byggeomkostninger og boliginvesteringer



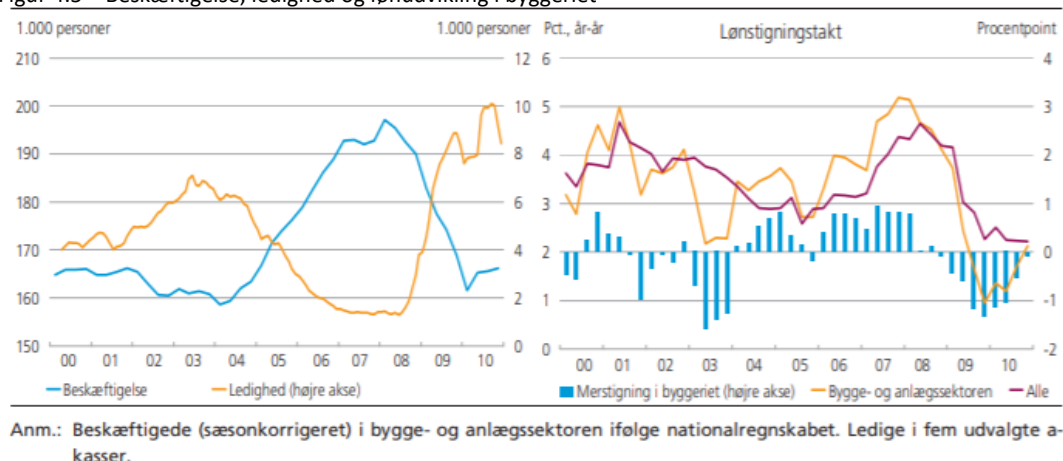
Anm.: Byggeinvesteringerne er sæsonkorrigerede kvartalstal opregnet til årsniveau. Som byggeomkostninger anvendes nationalregnskabs deflator for byggeinvesteringerne.

Kilde: (Dam et al., 2011b)

De stigende boliginvesteringer op til krisen havde stor påvirkning på bygge- og anlægssektoren, da det betød at der kom høj beskæftigelse i denne sektor. Bygge- og anlægssektoren steg i perioden 2004-2007, hvor boliginvesteringerne var på sit højeste, med omkring 30.000 beskæftigede (Dam et al., 2011b:11). Dermed var der meget lav ledighed i branchen, hvilket førte til mange på arbejdskraft i branchen. Den manglende arbejdskraft forårsagede et lønpres, som det fremgår af figur 4.5. Lønnen steg med op til 1 procentpoint mere end i andre brancher i perioden. En branche som bygge- og anlæg er mere konjunkturfølsom i både aktivitetsniveauet samt i lønudviklingen end den resterende del af økonomien (Dam et al., 2011b:12). Der er derfor som sådan ikke noget ekstraordinært i udviklingen under byggeboomet. Dog viser tendensen dog, at udsvingene var voldsommere i denne periode end hidtil set, hvilket understreger hvor stor aktivitet der var på byggemarkedet i perioden.



Figur 4.5 – Beskæftigelse, ledighed og lønudvikling i byggeriet



Kilde: (Dam et al. 2011b)

Samtidig understreger de store udsving også, at bygge- og anlægssektoren især var hårdt ramt i årene efter krisen. Tallene i figur 4.5 giver ikke et øjeblikbillede af hvordan beskæftigelsen ser ud i byggebranchen, men giver derimod et billede af, hvordan udviklingen var i årene efter byggeboomet. Den negative udvikling fortsatte umiddelbart i flere år efter krisen, da der i perioden 2005-2015 var en tilbagegang på 12 procent indenfor byggeriet, hvilket bekræfter den krise, som byggebranchen befandt sig i efter finanskrisen (Licitationen, 2016). Den øgede aktivitet, som byggebranchen nød godt af i årene omkring krisen, kom som en konsekvens af de stigende boligpriser. Samtidig ramte det efterfølgende fald i aktiviteten hårdere end andre brancher og ledigheden steg til et niveau, der var højere end før starten af byggeboomet.

Den stigende aktivitet, som blev set under byggeboomet, samt de stigende lønninger var altså på kort tid forduftet. Dette skete som en konsekvens af, at det ikke længere var nær så attraktivt at investere i nybyggeri grundet de faldende boligpriser. Efter krisens udbrud gik byggemarkedet mere eller mindre i stå, hvilket dermed medførte et nedadgående lønpres, som figur 4.5 viser.

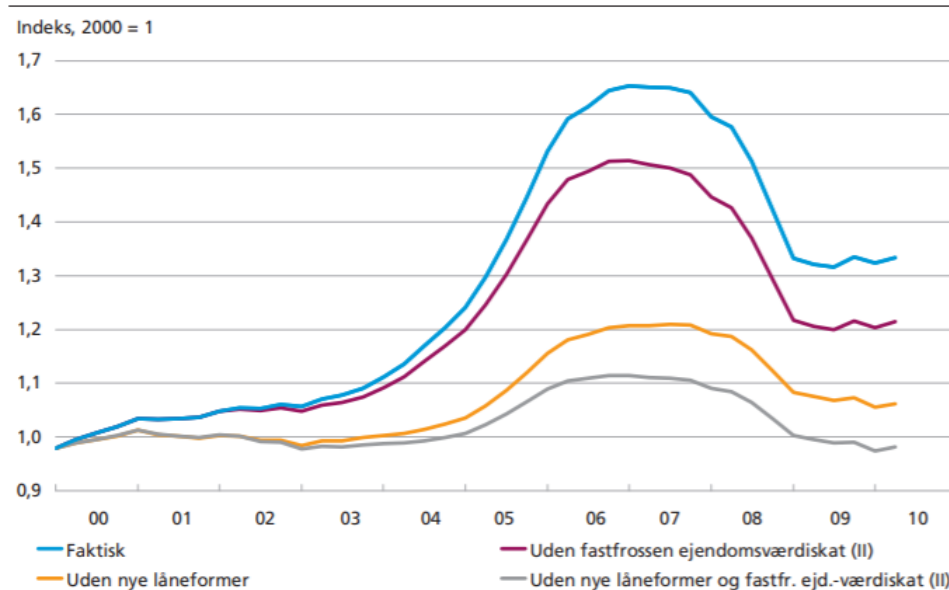
De økonomiske råd (2010) fremstiller en hypotese på hvorfor byggeaktiviteten og dermed også boliginvesteringerne faldt så drastisk, som tilfældet. Deres hypotese lyder, at det lave boliginvesteringsniveau skal findes i, at byggegrundene forsat er på et højt niveau og altså ikke er faldet i takt med resten af markedet, hvilket gør det mindre attraktivt at investere i nybyggeriet (De økonomiske råd, 2010:123). I takt med at huspriserne steg blev også boliggrundene dyrere, da efterspørgslen heraf steg mere end det er muligt at udbuddet kan. Mismatchet mellem efterspørgslen og udbud efter grunde medførte en knaphed af udbudte grunde.

Derfor blev priserne på byggegrundene opskruede, hvilket også havde gjort sig gældende for boligpriserne. I byggeomkostningerne findes desuden flere bagvedliggende faktorer, som ikke ændrer sig i samme takt som huspriserne kan ændres i. Til trods for at lønningerne faldt i byggebranchen efter krisen jævnfør figur 4.5 er danske lønninger generelt på et relativt højt niveau. Derudover vil der også være materialeomkostninger, som heller ikke vil falde. Derfor vil en overvurdering af grundprisen bremse byggeaktiviteten, hvilket muligvis kan være en forklaring på hvorfor byggesektoren blev så hårdt ramt.

En anden væsentlig faktor til, at boligpriserne steg som de gjorde skal findes i de nye låneformer, der blev introduceret. Som det allerede er blevet beskrevet jævnfør afsnit 3.4 var finansialiseringen i kraftig grad med til at øge lånemulighederne i Danmark. Finansielle initiativer blev i årene op til krisen introduceret på det danske marked. De finansielle initiativer, der skulle gøre det mere attraktivt at investere i blandt andet boliger var introduktionen af forskellige låntyper. I efteråret 2003 blev afdragsfrie realkreditlån introduceret. Desuden blev også variabelt forrentede lån introduceret samtidig med at det blev muliggjort at fastfryse ens ejendomsværdiskat (Finans Danmark, 2018a:7). Især introduktionen af de afdragsfrie realkreditlån satte gang i boliginvesteringerne i Danmark. Med introduktionen af afdragsfrihed på ens lån forsøgte man at sætte gang i boligmarkedet, hvilket også lykkedes i årene op til krisen jævnfør figur 4.6. Udviklingen i huspriserne skal især tillægges de nye låneformer, der blev introduceret.

Dog havde fastfrysningen af ejendomsværdiskatten også en påvirkning på stigningerne i huspriserne, men som det beskrives i Dam et al. (2011b) var det især gunstigt for husejere i hovedstadsområdet, da dyre huse i dette område trods store prisstigninger gik fri af høj beskatning af marginaltilvæksten (Dam et al., 2011b:25). Det vil sige, at fastfrysningen gjorde det yderligere attraktivt at spekulere i ejendomshandel med henblik på kapitalgevinst, hvilket var med til at øge boligpriserne yderligere.

Figur 4.6: Real boligpris med og uden nye låneformer og fastfrysning, med proportional korrektion af ikke-forklaret del



Anm.: Kontrafaktiske forløb baseret på estimeret efterspørgselsrelation. Rentetilpasningslån antages først at slå igennem i 1. kvartal 2000. I fravær af den fastfrosne ejendomsværdiskat antages den i MONAs databank imputerede ejendomsværdiskat at blive holdt konstant som andel af boligbeholdningen opgjort til markedsværdi. Fastfrysningen af ejendomsværdiskatten er modelleret efter metode (II), nemlig som en permanent nedsættelse af ejendomsværdiskatten med 63 pct. i 1. kvartal 2002, jf. boks 3.3. Den røde linje angiver den samlede effekt af henholdsvis nye låneformer (blå linje) og fastfrosen ejendomsværdiskat (gul linje).

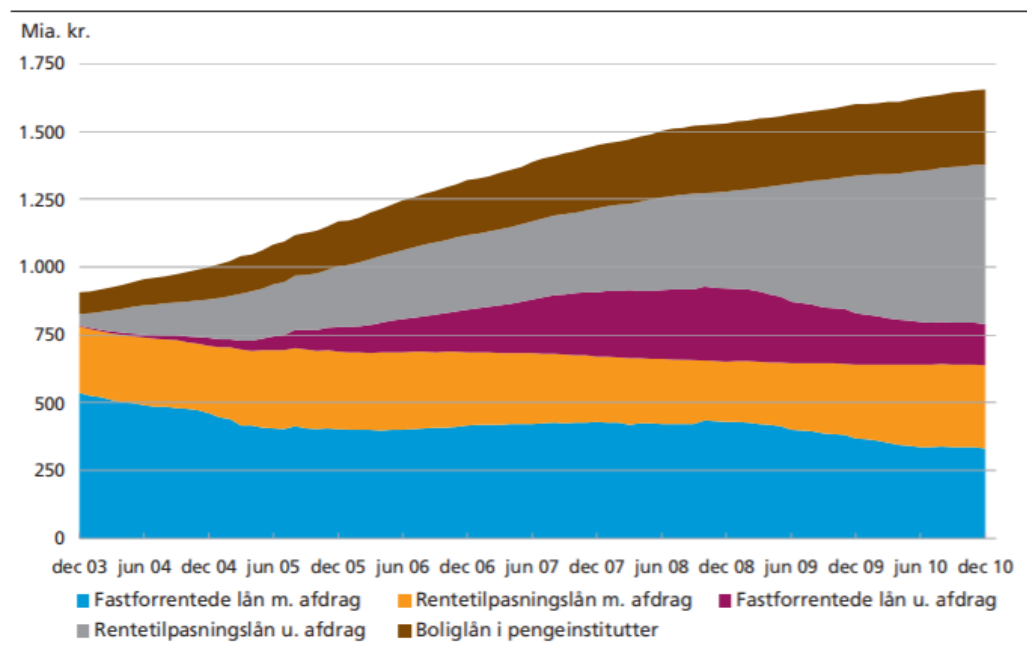
Kilde: (Dam et al., 2011b)

Undersøges de nye låneformer og deres betydning for stigningerne i boligerne mere i dybden tegnes der et billede af, at især rentetilpasningslånene med afdragsfrihed var populære i årene op til den finansielle krise. Introduktionen af rentetilpasningslånene var derfor i stor stil medvirkende til, at boligpriserne udviklede sig som de gjorde.

Især fra 2005, hvor byggeboomet opstod, var rentetilpasningslånene stigende. Den store mængde af rentetilpasningslån gjorde, at boligkøbere i højere grad var påvirket af renteforandringer på markedet. Som det blev nævnt tidligere, er boligformuen medvirkende til at stimulere det private forbrug. Derfor blev det private forbrug som en konsekvens af at boligmarkedet i stigende grad var finansieret af rentetilpasningslån også mere rentefølsomt. Samtidig gør afdragsfriheden, at der i den første periode af lånets løbetid (typisk 10 års afdragsfrihed, som beskrevet tidligere) ikke skal betales afdrag, hvilket betyder at boligejerne vil have flere penge mellem hænderne i denne periode.

Dog er det værd at bide mærke i, at lånet ved afdragsfrihed skal afdrages over en kortere periode, da et 30-årigt lån med 10 års afdragsfrihed i stedet for at afdrages over 30 år i stedet skal afdrages over 20 år. Derfor vil ydelsen altså være større i de resterende 20 år af lånet, når afdragsfriheden udløber, såfremt lånet ikke omkonverteres. På længere sigt kan et lån med afdragsfrihed derfor give en lavere disponibel indkomst og dermed et lavere forbrug.

Figur 4.7 – Boligkøbernes finansieringssammensætning



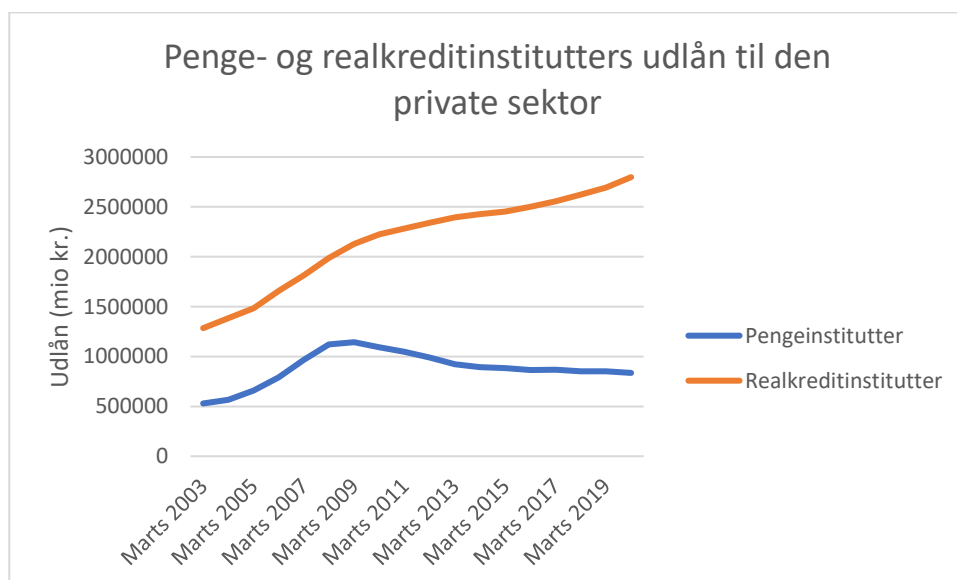
Kilde: (Dam et al., 2011a)

Figur 4.7 viser en stigende tendens i andelen af boliglån i pengeinstitutter. Forklaringen af en del af denne stigning skal findes i, at det ikke er muligt at optage hele lånet til finansieringen af bolig igennem realkreditinstituttet. Som det fremgik jævnfør afsnit (teoriafsnit) er det kun muligt at låne op til 80% af boligens værdi. De sidste 20% skal finansieres andetsteds, hvilket blandt andet kan foregå i banken. En anden del af forklaringen skal findes i, at bankernes lånestandarder blev sænket under det økonomiske opsving. Det var derfor i større grad muligt at låne penge i banken til lave renter, hvilket øgede bankernes udlån markant.

## 4.2 Den finansielle sektor

Lånevilligheden fremgår af figur 4.8, hvor det kan ses at i årene op til den finansielle krise steg udlånene for både realkreditinstitutterne samt pengeinstitutterne.

Figur 4.8 - Penge- og realkreditinstitutters udlån til den private sektor



Kilde: (Egen fremstilling med afsæt i data fra Danmarks Nationalbank (2020a))

Den stigende tendens i realkreditinstitutterne understreger pointen om, at det især var grundet boliginvesteringer og eventuelle spekulationer på boligmarkedet, som gældsoptagningen skete på baggrund af. Ud fra et teoretisk perspektiv blev spekulationerne i større omfang muliggjort igennem indførelsen af afdragsfrihed. Som det blev beskrevet jævnfør afsnit 3.5.3 forekommer ponzi finansiering, når aktører finansierer aktiver ved hjælp af gældsoptagelse med en forventning om at det pågældende aktiv vil stige.

Forekommer der inflationsspekulationer i et givent aktiv, som det muligvis var tilfældet for boligmarkedet, så vil forventningerne til en prisstigning skabe en prisstigning i sig selv. Det kan muligvis have været tilfældet, da prisstigningerne op til den finansielle krise var uden historisk sammenligning. Der er ingen tvivl om, at der var dannet en boligboble, som blandt andet skete på baggrund af spekulationer. Der blev også spekuleret i andre aktiver, så som aktier og andre finansielle produkter. Investeringerne blev i høj grad foretaget igennem gældstagnation (Rangvid, 2013:46-47). Forventningerne til stigninger i de pågældende aktiver førte i stor stil til ponzi finansiering, hvilket øgede risikoen i den finansielle sektor. En gældsopbygning, som det blev set i Danmark, der er baseret på inflationsforventninger vil medføre, at der vil komme tidspunkter, hvor

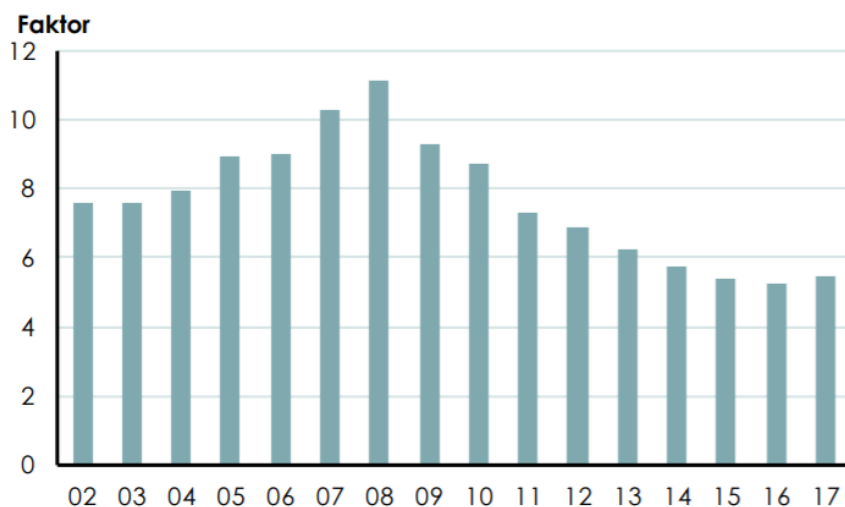
forventningerne til prisstigningerne ikke bliver indfriet og derfor medfører store tab for både husholdninger, virksomheder samt finansielle institutioner.

Muliggørelsen af større udlån for penge- samt realkreditinstitutter er i et større omfang sket i takt med, at finansialiseringen er steget. Den stigende finansialisering i Danmark bidrog til det stigende niveau af gæld i den private ikke-finansielle sektor i Danmark. De finansielle lempelser medførte, at de finansielle institutioner havde muligheden for at øge deres udlån til kunderne, hvilket var en medvirkende faktor til at der var gang i økonomien. Det stigende gælds niveau skal altså ses i lyset af, at de finansielle institutioner i Danmark øgede deres risikovillighed, som en konsekvens af, at samfundsøkonomien befandt sig i en højkonjunktur samt de finansielle lempelser, der medførte at udlånene i højere grad kunne forekomme.

En af de finansielle lempelser der fandt sted, var indførslen af Basel II-reglerne i 2007. Indførslen heraf resulterede i at der i højere grad blev sat fokus på risikostyring fremfor kapitalpolstring, som var tilfældet i de tidligere Basel I-regler. Indførslen af Basel II-reglerne gjorde, at institutterne i højere grad selv skulle risikovurdere, da der blev mulighed for at differentiere kapitalkravene. Dette blev gjort for at kapitalkravene i højere grad afspejlede de risici som det enkelte pengeinstitut påtager sig, når der udlånes (Rangvid, 2013:159).

Samtidig blev der indført nye regnskabsregler i form af IFRS, som gjorde at nedskrivninger først blev anført regnskabsmæssigt, når der forelå en objektiv indikation for værdiforringelse (OIV) (Rangvid, 2013:155). I praksis medførte det, at institutter skulle tilbageføre hensættelser til tab og dermed blev der frigjort kapital, som pengeinstitutterne brugte til at udlåne flere midler (Rangvid, 2013:32). Da kapitalkravene blev reduceret som en konsekvens af indførelsen af Basel II samt IFRS medførte lempelserne at der fra institutternes side ikke var samme mængde af kapital til at stå imod eventuelle kriser (Rangvid, 2013:160). Sænkelse af kapitalkravene ved indførslen af Basel II gjorde derfor at den finansielle sektor i større grad var eksponeret overfor risici, men gjorde samtidig at det var muligt at udlåne i større omfang. Dermed steg pengeinstitutternes gearing, hvilket fremgår af figur 4.9. Det allerede høje niveau i pengeinstitutternes gearing fortsatte med at vokse indtil krisen ramte.

Figur 4.9 – Udvikling i pengeinstitutternes gearing



Note: Gearingen er opgjort som udlån i forhold til egenkapitalen.

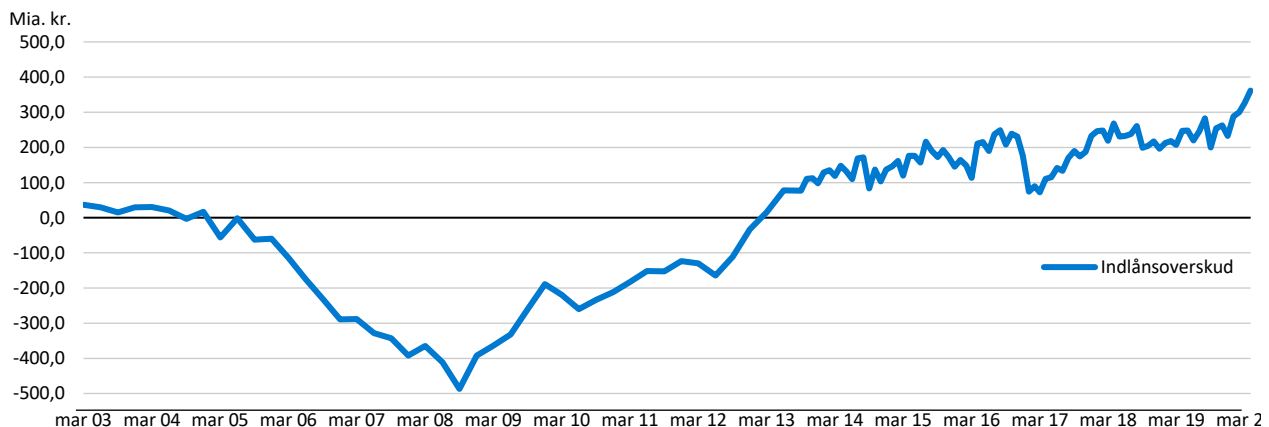
Kilde: (Finans Danmark, 2018a)

Pengeinstitutterne påtog sig altså under krisen store risici, hvilket blandt andet kom som en konsekvens af de stigende prisstigninger samt overgangen fra fokus på kapitalpolstring til risikovurdering i stedet. Ved at øge udlånene øgede pengeinstitutterne under krisen deres indtjening, men påtog samtidig større risici, da gearingen blev større og der dermed relativt var en mindre mængde egenkapital at stå imod med. Solvensgraden for pengeinstitutterne var altså lav op til krisen, hvilket gjorde at da boligboblen bristede, så havde pengeinstitutterne mange udestående lån, som ikke længere kunne finansieres af låntagerne.

Især én ting muliggjorde at pengeinstitutterne kunne øge deres gearing i så stor stil, som tilfældet var. Op til den finansielle krise blev det i større stil muligt for pengeinstitutterne at køre med indlånsunderskud ved at låne på de internationale finansielle markeder. På den måde kunne pengeinstitutterne imødekomme den stigende efterspørgsel efter gæld og samtidig i større grad øge deres udlån. Det stigende indlånsunderskud fremgår af figur 4.10, hvor det kan ses, at der især fra 2005 har været en kraftig nedadgående tendens i indlånsoverskuddet, som førte til et indlånsunderskud.

Indlånsunderskuddet skal ifølge Rangvid (2013) ses i lys af, at pengeinstitutter valgte at ændre deres forretningsmodel, således at der skete et skifte fra traditionelt indlånsfinansieret udlån til udenlandsk markedsfinansieret udlån (Rangvid, 2013:13-14). Denne ændring i forretningsmodellen medførte, at indlånsunderskuddet steg i årene op til krisen.

Figur 4.10 – Pengeinstitutternes indlånsoverskud



Kilde: (Egen fremstilling med afsæt i data fra Danmarks Nationalbank (2015) og Danmarks Nationalbank (2020b))

Overgangen fra et indlånsoverskud til et indlånsunderskud gjorde først og fremmest, at pengeinstitutterne øgede deres risikoeksponering. Da indlånsunderskuddet skulle finansieres på de internationale markeder, gjorde det, at der derfor var en afhængighed af at der blev stillet likviditet til rådighed for pengeinstitutterne. Som det blev nævnt jævnfør afsnit 3.3 kan denne form for indbyrdes afhængighed føre til contagion risk, da pengeinstitutterne både er afhængige af selv at kunne skaffe likviditet samtidig med, at der opstår en afhængighed af, at andre pengeinstitutter ikke kommer i likviditetsproblemer, da det kan medføre et tillidsbrud til systemet. Da tilliden mellem de finansielle institutioner forsvandt, grundet Lehman Brothers' konkurs i 2008, blev de danske pengeinstitutioners muligheder for at anskaffe likviditet på de internationale finansielle markeder begrænset i et sådant omfang, at flere danske pengeinstitutter kom i finansielle problemer (Rangvid, 2013:14). Samtidig gjorde indlånsunderskuddet, at nationalbanken havde svært ved at hjælpe de danske pengeinstitutter. Muligheden for at hjælpe blev vanskeliggjort, da pengeinstitutternes indlånsunderskud skyldtes gældsforpligtelser på det internationale finansielle marked. Dermed kunne nationalbanken ikke agere lender of last resort.



Da danske pengeinstitutter i en længere periode op til krisen havde kørt med indlånsunderskud, ramte tillidsbruddet til den internationale finansielle sektor derfor den danske finansielle sektor hårdt. Usikkerheden til hvorvidt de danske pengeinstitutter var i stand til at tilbagebetale deres gæld til udlandet steg, hvilket medførte at flere danske pengeinstitutter ikke havde muligheden for at refinansiere deres gældsforpligtelser (Rangvid, 2013:14). De begrænsede muligheder for at refinansiere gældsforpligtelserne til de udenlandske markeder betød derfor at mængden af udlån til kunderne blev begrænset. Den markante stigning i udlån blev finansieret, da udlånsrenten for kunderne i pengeinstitutterne ligger højere end renten som pengeinstitutterne påtager sig ved at låne af andre bankers indlånsoverskud. Markedsfinansieringen er en af de muligheder, som der er blevet skabt igennem financialiseringen. Starten på liberaliseringen skete i 1960, hvor et kapitaldirektiv blev fremsat. Kapitaldirektivet blev ændret i 1962 og ophævede restriktioner på visse former for kommercielle og private kapitalbevægelser. Dette var starten på et liberaliseret finansielt marked, som vi kender det i dag. I 1980'erne medførte yderligere ændringer af det første EU-kapitaldirektiv en større grad af liberalisering af det indre marked og i 1988 var alle restriktioner på kapitalbevægelser for medlemslandene fjernet.

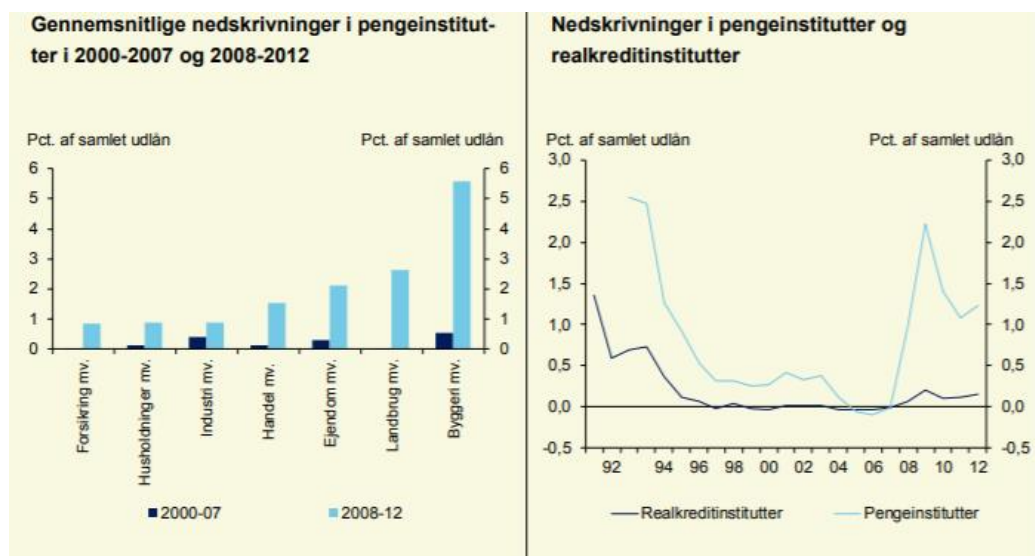
Alle restriktioner for frie kapitalbevægelser blev fjernet, da Maastrichtens bestemmelser i 1994 blev introduceret, hvor restriktionerne også blev fjernet på betalinger med lande, der ikke er medlem af EU (Europaparlamentet, 2020). De frie kapitalbevægelser har muliggjort at markedsfinansieringen kan finde sted billigst muligt for de danske pengeinstitutter, da det dermed er muligt at flytte kapital på tværs af grænser, uden nogen form for begrænsning. Liberaliseringen af de internationale kapitalbevægelser samt af den finansielle sektor skal ikke ses som katalysatoren for den finansielle krise, men derimod som en forudsætning for at de danske pengeinstitutter har muligheden for at finansiere deres indlånsunderskud og dermed øge udlånet til deres kunder (Rangvid, 2013:17).

Foruden at påtage sig store risici igennem det stigende indlånsunderskud og dermed skabe en større afhængighed til andre finansielle aktører, så påførte de stigende udlån i sig selv ligeledes en øget risiko. Dette skyldes at bankernes udlån ikke er sikret på samme måde som realkreditinstitutterne er. Da størstedelen af boliglånene var finansieret igennem realkreditinstitutterne samtidig med at realkreditinstitutterne har forsterket til at få deres penge tilbage, så var det især pengeinstitutterne, som faldet i huspriserne gik ud over, da pengeinstitutterne ikke har samme sikkerhed for at få deres udlånte penge tilbagebetalt, som realkreditinstitutterne har.

Derfor steg pengeinstitutternes nedskrivninger i stor stil da krisen kom, hvilket medførte store tab på deres udlån jævnfør figur 4.11. Især nedskrivningerne på byggeri steg betydeligt, hvilket kan skyldes at udlån til byggeri er baseret på forventninger til ejendomspriserne. Da forventningerne til nybyggeriets værdi er baseret på det nuværende boligmarked og ændringerne heri, så vil den anslåede værdi i høj grad bære præg af, at boligmarkedet befandt sig i en prisboble.

Samtidig gik byggebranchen i stå efter krisen, hvilket ligeledes førte til værdiforringelser af nybyggeriet og dermed et behov for nedskrivninger for pengeinstitutterne. Omvendt foretog realkreditinstitutterne ikke nedskrivninger af noget betydeligt omfang og led derfor stort set ikke tab under finanskrisen.

Figur 4.11 – Nedskrivninger i penge- og realkreditinstitutter

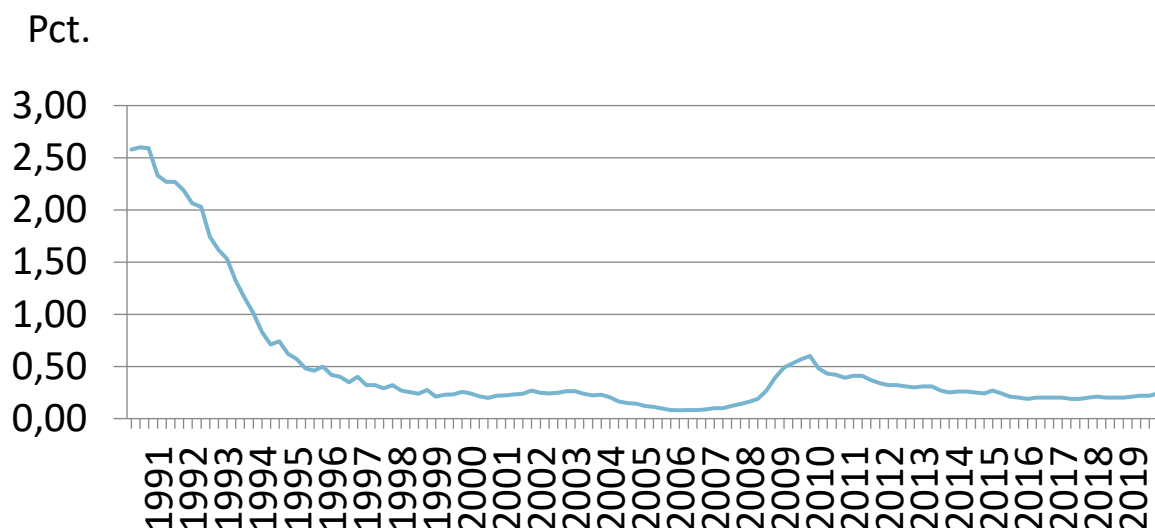


Anm. : Figur 2 og 3 viser sektorens nedskrivninger i pct. af udlån og garantier for nedskrivninger. Der er anvendt Finanstilsynets brancher. I figur 2 omfatter "Handel mv." handel, transport, hoteller og restauranter samt information og kommunikation. "Ejendomsvirksomheder, øvrige erhverv mv." omfatter fast ejendom, øvrige private erhverv samt offentlige myndigheder. "Husholdninger mv." omfatter lønmodtagere og pensionister mv., men ikke selvstændigt erhvervsdrivende. Udlån til privatpersoner med sikkerhed i fast ejendom indgår under husholdninger mv. og ikke under ejendom mv. I figur 2 er sektorens samlede nedskrivninger fremkommet ved en sammenvejning af de branche- og sektorfordelte nedskrivninger med udlån og garantier som vægtgrundlag. I figur 3 starter observationerne for pengeinstitutter i 1992. De negative nedskrivninger i 2004-06 skyldes blandt andet ændret regnskabspraksis, som medførte tilbageføring af nedskrivninger.

Kilde: (Social og indenrigsministeriet, 2014)

De forholdsvis store nedskrivninger foretaget af pengeinstitutterne giver anledning til at tro, at deres kunder var ude af stand til at afbetale på deres lån og at restancen på banklån var forholdsvis høj. Omvendt kom realkreditinstitutterne ikke i problemer grundet deres kunders manglende evne til at afbetale på lån, hvilket fremgår af figur 4.12. De private boligejeres restancer steg kun lidt efter krisen. Til trods for en lille stigning i restancer var niveauet stadig på et meget lavt niveau. Selvom realkreditinstitutternes udlån steg massivt i årene op til krise og fortsatte med at stige efter, så gjorde de strukturelle rammer i realkreditinstitutterne samtidig med deres udlånsmuligheder, at deres kunders gældsforpligtelser blev overholdt.

Figur 4.12 - Realkreditinstitutternes opgørelse over restancer for private boligejere



Kilde: (Finans Danmark, 2020). Note: Opgørelsen dækker over alle private ejerboliger og viser private boligejeres andel af samlede ydelser, der ikke er betalt senest 3½ måned efter terminen.

Forklaringen på at realkreditinstitutterne ikke for alvor blev presset under den finansielle krise skal blandt andet findes i, at de danske realkreditinstitutter i stor stil udbød rentetilpasningslån samt lån med afdragsfrihed. Resultatet heraf var blandt andet, at mange boligejere ikke kom i betalingsproblemer, grundet den lavere ydelse på disse låntyper samtidig med, at realkreditinstitutterne i større grad var sikret deres penge, som beskrevet tidligere (Finans Danmark, 2018b). Til trods for det høje udlån var realkreditinstitutterne derfor ikke eksponeret over for lige så store risici, som pengeinstitutterne var under den finansielle krise. Til trods for at realkreditinstitutternes udlån ikke i sig selv forårsagede en risiko, så var deres låntyper dog i stor stil med til at have en påvirkning på de stigende boligpriser.

Den finansielle krise ramte derfor de finansielle aktører vidt forskelligt, hvor de store mængder af udlån fra pengeinstitutterne i høj grad førte til, at de var særligt sårbare under den finansielle krise. Omvendt gjorde realkreditinstitutternes store udlån ikke, at de i særlig grad var eksponeret under den finansielle krise. Realkreditinstitutterne var især gode til at risikovurdere deres udlån, hvilket medførte en lav restance på deres udlån. En anden væsentlig årsag til det lave restance-niveau var, at realkreditinstitutternes balanceprincip gør, at der først og fremmest for kunderne er en gennemsigtighed i deres lån.

Samtidig giver det realkreditinstitutterne sikkerhed, da markedsændringer, som f.eks. renteændringer, ikke medfører tab for realkreditinstitutterne. Dette skyldes at balanceprincippet gør, at en renteændring vil betyde at låntager skal betale mere eller mindre i rente, alt efter hvordan renten ændrer sig. Denne betaling svarer til den betaling, som långiver, i dette tilfælde obligationsejeren, modtager fra realkreditinstituttet. Til trods for at loven ikke foreskriver det, er det en væsentlig grund til, at realkreditinstitutterne fortsat har valgt at følge balanceprincippet og dermed mindske deres påtagede risici (Finans Danmark, 2017:6).

## 5. Diskussion

Nærliggende analyse giver anledning til at diskutere hvorvidt den finansielle sektor er blevet mere robust. Derfor vil der i dette afsnit blive argumenteret for, at den finansielle sektor er blevet mere robust og dermed mere modstandsdygtig i forhold til kommende kriser. Diskussionen vil primært omhandle pengeinstitutterne, da disse antages for at være mere risikobetonede end realkreditinstitutterne.

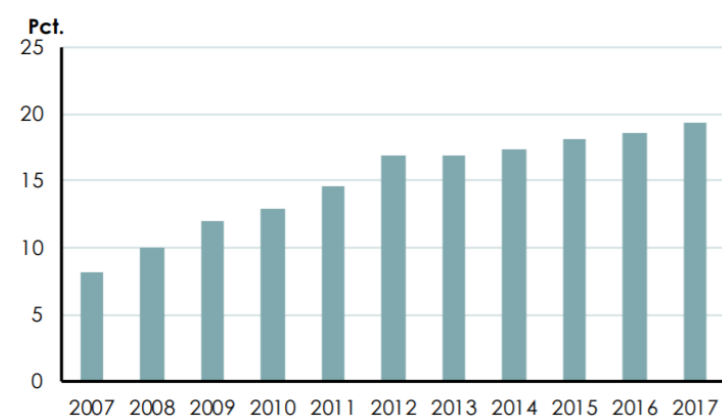
I analysen blev der fundet flere grunde til, at den finansielle sektor i årene efter krisen blev mere robust. Blandt andet viste det sig, at realkreditinstitutterne var bedre rustet til den finansielle krise end pengeinstitutterne var. Til trods for, at udlånene i realkreditinstitutterne var større end udlånene var i pengeinstitutterne, gjorde de strukturelle rammer at realkreditinstitutterne ikke i samme omfang blev påvirket af den finansielle krise. Derfor kan det argumenteres for, at det stigende udlån i realkreditinstitutterne sker på et mere grundigt vurderingsgrundlag og at der derfor ikke er forbundet store risici med, at den udlånene fra realkreditinstitutterne fortsat har været stigende efter krisen.

Omvendt har pengeinstitutternes udlånsmængde været faldende, hvilket både skyldes at bankerne har været mere tilbageholdende med at udlåne til deres kunder og muligvis været mere grundige i deres risikovurdering af udlån til kunderne. Dette har været den ene af grundene til, at udlånene fra pengeinstitutternes side er faldet efter krisen.

En anden grund har været at pengeinstitutterne i større stil er gået væk fra at basere deres udlån på international markedsfinansiering. På den måde er den systemiske risiko blevet mindsket, hvilket derfor har gjort den finansielle sektor mere stabil. Den finansielle sektors stabilitet viste sig under krisen at være tæt forbundet med den indbyrdes tillid imellem institutionerne. Da pengeinstitutterne har sænket deres indbyrdes afhængighed, mindskes risikoen for contagion risk ligeledes. Skulle der komme problemer på de internationale markeder, så vil de danske pengeinstitutter ikke blive ramt i samme omfang, da den indbyrdes afhængig er blevet mindsket og afhængigheden af at kunne skaffe likviditet på det internationale marked ikke tilnærmelsesvist er på samme niveau, som det var op til krisen. Samtidig blev det observeret jævnfør figur 4.10, hvordan bankerne i årene efter den finansielle krise sænkede deres gearing.

En sænkelse af deres gearing gør for det første, at en større mængde kapital vil være tilgængeligt i forhold til at stå imod uventede tab. Den stigende kernekapital fremgår af figur 5.1.

Figur 5.1 – Udvikling i egentlig kernekapitalprocent

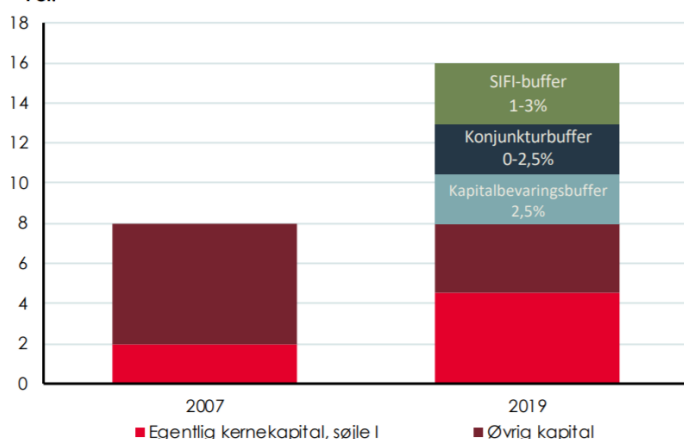


Kilde: (Finans Danmark, 2018)

Den egentlige kernekapital er den kapital, som er mest tabsabsorberende (Finans Danmark, 2018:13). Forøgelsen af denne kapital har således også været medvirkende til, at pengeinstitutterne står bedre polstret i forhold til eventuelle kriser der måtte komme. Foruden en forøgelse af kernekapitalen har pengeinstitutterne også øget deres kapitalbuffere. Denne udvikling fremgår af

figur 5.2. Værd at lægge mærke til er det, at den samlede kapital ikke er øget, men skiftet er gået over til en større mængde af kernekapital, som er den sikreste form for kapital. Som Finans Danmark (2018:13) nævner findes der forskellige kvaliteter af kapital, hvor kernekapital er den sikreste form for kapital. Det kunne derfor tyde på, at pengeinstitutterne i højere grad kan stå imod tab.

Figur 5.2 – Regulatorisk kapital og buffere  
Pct.

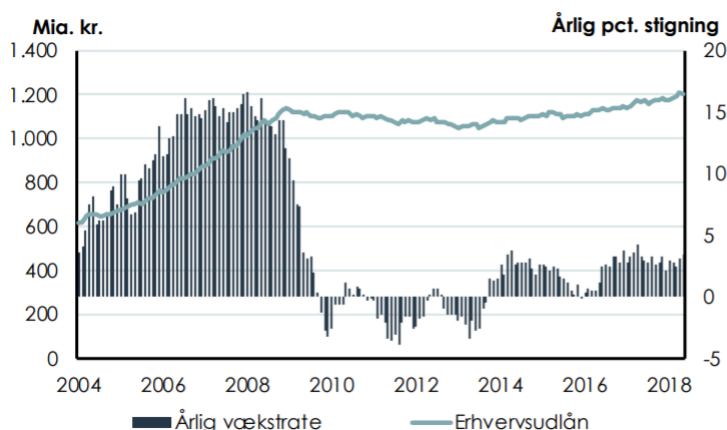


Note: Søjle II-kravet er ikke medtaget i figuren. Øvrig kapital er hybrid kernekapital og supplerende kapital i søjle I.

Kilde: (Finans Danmark, 2018)

En anden væsentlig grund til at have tiltro til, at den finansielle sektor er blevet mere robust, er faldet i erhvervsudlån. I figur 5.3 fremgår det samlede erhvervsudlån for realkreditinstitutter og pengeinstitutterne ikke længere stiger med samme hastighed, som tilfældet var i årene op til den finansielle krise. Denne tendens kan være et tegn på, at de finansielle institutter har taget ved lære af krisen og dermed været mere strikse i deres risikovurdering, hvilket har medført, at udlånene ikke længere stiger i samme massive grad som tidligere. Dog skal noget af forklaringen også findes i, at der i årene efter højkonjunktur var en lavkonjunktur, hvilket gjorde at erhverv ikke længere var villige til at optage lån i samme grad.

Figur 5.3 – Erhvervsudlånet for realkredit- og pengeinstitutter, 2004-2018



Kilde: (Finans Danmark, 2018)

Den faldende udlånsvækst blandt erhvervsudlån antages samtidigt at være endnu et positivt for den generelle finansielle robusthed, da erhvervsudlån er mere risikobetonede end lån til private husholdninger antages at være. Til trods for at realkreditinstitutternes udlån var relativt risikofrie, så har realkreditinstitutterne på eget initiativ reduceret mængden af de mest risikobetonede låneformer, som var medvirkende til de stigende boligpriser. Ved at ændre på bidragssatserne nedbragte realkreditinstitutterne andelen af rentetilpasningslån samt lån med afdragsfrihed og har derfor siden finanskrisen også været medvirkende til at bremse udviklingen i boligpriserne. Et sidste argument for den øgede robusthed af den finansielle sektor er, at der er fremsat et systemisk risikoråd. Det systemiske risikoråd blev nedsat i 2013 og har til opgave at sikre, at den systemiske risiko i den finansielle sektor ikke bliver problematisk (Det systemiske risikoråd, 2020). Oprettelsen af rådet har altså medført, at det finansielle system løbende bliver vurderet, således at det er muligt at forebygge den systemiske risiko i sektoren. Rådet rådgiver omkring eventuelle politiske tiltag og følger efterfølgende op på, hvorvidt de pågældende tiltag har virket. Der skabes derfor en større sikkerhed og risici i den finansielle sektor bliver i større grad både observeret og reguleret.

Til trods for de stadig høje udlån blandt realkreditinstitutterne, samt stigende boligpriser kan der argumenteres for, at det i højere grad sker på et ansvarligt grundlag. Udlånsvæksten blandt de mest risikobetonede udlån er samtidigt faldet drastisk. Oprettelsen af et råd, der har til formål at observere den finansielle risici gør derudover at tiltroen til, at det finansielle system er bedre rustet styrkes.

## 6. Konklusion

Den massive stigning i gældstagningen i den private sektor var på ingen måde et fænomen, der var begrænset til enkelte lande. Verden over blev der udlånt store mængder af gæld, hvor især mængden af boliglån steg. Den private sektor investerede i stor stil i boliger, hvilket medvirkede til at boligpriserne steg. De øgede lånemuligheder, der blev introduceret i årene før den finansielle krise, havde stor betydning for, at boligpriserne steg. Især rentetilpasningslån samt lån med afdragsfrihed fik boligpriserne til at stige. Stigningen i boligpriserne bevirkede, at de danske husholdninger øgede deres forbrug som en konsekvens af deres stigende boligaktiver. Samtidig medførte de stigende boligpriser, at det blev interessant at investere i nybyggeri. Dette medførte et lønpres i byggebranchen, hvor den øgede efterspørgsel efter nybyggeri førte til omkring 30.000 blev beskæftigede under byggeboomet. Da efterspørgslen efter boliger faldt, var byggebranchen derfor en af de hårdest ramte brancher.

Udover at have konsekvenser for den private sektor, så havde den store gældsoptagning samtidig store konsekvenser for den finansielle sektor. Udlånsvæksten steg massivt i årene op til den finansielle krise, da både pengeinstitutter samt realkreditinstitutter i stor stil øgede deres udlån. Den stigende udlånsvækst medførte, at den systemiske risiko i den finansielle sektor blev øget. Den øgede systemiske risiko i den finansielle sektor var en konsekvens af, at mange danske pengeinstitutter havde store indlånsunderskud, som blev finansieret igennem det internationale marked. Den finansielle krise var med til at understrege vigtigheden af, at der var en indbyrdes tillid institutionerne imellem. På baggrund af analysen kan det samtidig konkluderes, at det i høj grad var pengeinstitutterne og deres udlån, der gjorde at det finansielle system i højere grad blev risikobetonet.

Til trods for at der stadig er stigende udlån synes den finansielle sektor mere robust nu, da der er foretaget visse tiltag. Tiltagene har gjort, at udlånsvæksten er faldet samtidig med at en større andel af udlånene er skiftet fra pengeinstitutterne til realkreditinstitutterne. Samtidig har pengeinstitutterne igen indlånsoverskud og er derfor ikke nær så eksponeret overfor risici på det internationale marked. Oprettelsen af det systemiske risikoråd har ligeledes gjort, at systemisk risiko opfanges hurtigere, hvilket dermed gør det nemmere at regulere.



## 7. Litteraturliste

- Abildgren, K., 2010: *"Dansk pengehistorie 1990-2005"*, Dansk pengehistorie 6  
[https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2010/12/dansk\\_pengehistorie\\_6\\_dk\\_web.pdf](https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2010/12/dansk_pengehistorie_6_dk_web.pdf)
- Andersen, J.V. & Gyntelberg, J., 1999: *"Indeksobligationer"*, Kvartalsoversigt 1. kvartal, pp. 46-57, Danmarks Nationalbank  
[http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/1999/02/1999\\_KVO1\\_indeks\\_s46.pdf](http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/1999/02/1999_KVO1_indeks_s46.pdf)
- Banerjee, A.V., 1992: *"A Simple Model of Herd Behavior"*, The Quarterly Journal of Economics, pp. 797-817  
<https://www.jstor.org/stable/2118364>
- Bang-Andersen, J., Hvolbøl, T.S., Kramp, P.L. & Thomsen, C.R., 2013: *"Forbrug, indkomst og formue"*, Kvartalsoversigt 2. kvartal, del 2, pp. 51 - 98, 2013, Danmarks Nationalbank.  
<https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2013/06/forbrug-indkomst.pdf>
- BEA, 2020: *"National Income and Product Accounts"*, Section 1 table 1.5,  
<https://apps.bea.gov/iTable/iTable.cfm?reqid=19&step=2#reqid=19&step=2&isuri=1&1921=survey>
- Bernanke, B., 2000: *"Essays on the Great Depression"*, Princeton: Princeton University Press.
- BIS, 2020: *"Total credit to the private non-financial sector (core debt)"*, Bank of International Settlements  
<https://stats.bis.org/statx/srs/table/f2.2>
- Cynamon, B. Z. & Fazzari, S. M., 2008, *"Household Debt in the Consumer Age: Source of Growth- Risk of Collapse"*, The Berkeley Electronic Press, Article 3.  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1153180](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1153180)

- Dam, N.A., Hvolbøl, T.S., Pedersen, E.H., Sørensen, P.B. & Thamsborg, S.H., 2011a: *"Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes?"*, Kvartalsoversigt 1. kvartal, del 1, pp. 47 - 69, 2011, Danmarks Nationalbank.  
<http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2011/03/boligboblen%20der%20bristede.pdf>
- Dam, N.A., Hvolbøl, T.S., Pedersen, E.H., Sørensen, P.B. & Thamsborg, S.H., 2011b: *"Udviklingen på ejerboligmarkedet i de senere år – Kan boligpriserne forklares?"*, Kvartsoversigt 1. kvartal, del 2, pp. 1-79, 2011, Danmarks Nationalbank  
<http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2011/03/udviklingen%20p%C3%A5%20ejerboligmarkedet.pdf>
- Danmarks nationalbank, 2015: *"DE DANSKE BANKERS INDLÅNSOVERSKUD HAR NÅET NYE HØJDER"*, Bank og realkredit, balancer  
[http://www.nationalbanken.dk/da/statistik/find\\_statistik/Sider/2015/De-danske-bankers-indlaansoverskud-har-naaet-nye-hoejder.aspx](http://www.nationalbanken.dk/da/statistik/find_statistik/Sider/2015/De-danske-bankers-indlaansoverskud-har-naaet-nye-hoejder.aspx)
- Danmarks nationalbank, 2020a: *"DNMUDL: Penge- og realkreditinstitutters udlån til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder"*, Nationalbankens statistikbank  
<https://nationalbanken.statistikbank.dk/902>
- Danmarks nationalbank, 2020b: *"DNPNOGL: Nøgletal for pengeinstitutter efter nøgletal, rapporterende institut og sektor for korrigeret udlån"*, Nationalbankens statistikbank  
<https://nationalbanken.statistikbank.dk/nbf/177052>
- Dell'Ariccia, G. & Marquez, R., 2003: "Lending Booms and Lending Standards",  
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.547.2554&rep=rep1&type=pdf>
- Det systemiske risikoråd, 2020: *"Rådets arbejde"*,  
<https://risikoraad.dk/om-raadet/raadets-arbejde/>
- De Økonomiske Råd, 2010: *"Dansk økonomi"*, Vismandsrapport, efterår 2010.  
<https://dors.dk/vismandsrapporter/dansk-okonomi-efterar-2010>
- ECB, 2009: *"The concept of systemic risk"*, Financial Stability Review  
[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/art/ecb.fsrart200912\\_02.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/art/ecb.fsrart200912_02.en.pdf)
- Epstein, G., 2005: *"Introduction: Financialization and the World economy"*, Edward Elgar Publishing

<https://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/programs/globalization/financialization/chapter1.pdf>

- Europaparlamentet, 2020: "Frie kapitalbevægelser",  
<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/da/sheet/39/frie-kapitalbev%C3%A6gelser>
- Fama, E. F. & French, K. R., 1999, "*The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment*", Journal of Finance, 54, 1939-67, Wiley.  
<https://www.jstor.org/stable/797984?seq=1>
- Fama, E. F. & French, K. R., 2002, "*Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*", Review of Financial Studies, 15, 1-33, Oxford University Press.  
<https://www.jstor.org/stable/2696797?seq=1>
- Fasianos, A., Guevara, D. & Pierros, C., 2016: "*Have We Been Here Before? Phases of Financialization within the 20th Century in the United States*", Levy Economics institute  
[http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_869.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_869.pdf)
- Finans Danmark, 2017: "*Den Klassiske danske realkreditmodel*", Finans Danmark  
<https://finansdanmark.dk/realkreditraadet/dansk-realkredit/den-danske-realkreditmodel/>
- Finans Danmark, 2018a: "*Den finansielle sektor – i dag og før finanskrisen*", Finans Danmark  
<http://finansdanmark.dk/media/37714/den-finansielle-sektor-i-dag-og-foer-finanskrisen.pdf>
- Finans Danmark, 2018b: "*Realkreditten blev trykprøvet - og fik topkarakter*", 10-året for krisen  
<https://finansdanmark.dk/10-aaret-for-krisen/realkreditten-blev-trykproevet/>
- Finans Danmark, 2020, "Restancer", boligstatistik  
<https://finansdanmark.dk/toerre-tal/boligstatistik/restancer/>
- Finansiell stabilitet, 2015: "*Om garantiformuen*", Finansiell stabilitet  
<https://www.fs.dk/garantiformuen/om-garantiformuen>
- Finanstilsynet, 2018: "*Regler*", Kreditinstitut og fondsmeglerområdet,  
<https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/Solvens/Kreditinstitut-og-fondsmegleromraadet/Regler>

- Friedman, M., 1957: *"The permanent income hypothesis"*, NBER  
<https://www.nber.org/chapters/c4405>
- Hansen, L.A., 2018: *"Danish Households are resilient despite record debt levels"*, Danske Bank.  
<https://danskebank.com/news-and-insights/news-archive/insights/2018/28112018>
- IMF, 2012: *"World Economic Outlook – Chapter 3 – Dealing with household debt"*, IMF.  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/pdf/c3.pdf>
- Isaksen, J., Kramp, P.L., Sørensen, L.F. & Sørensen, S.V., 2011: *"Husholdningernes balancer og gæld – et internationalt landestudie"*, Kvartalsoversigt 4. kvartal, del 2, pp. 39 – 81, 2011, Danmarks Nationalbank.  
<https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2011/12/husholdningernes%20balancer.pdf>
- Jespersen, J. & Jensen, H., 2018: *"Introduktion til makroøkonomi"*, 3. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Johnsen M., 2009: *"Banker bliver ejendomsselskaber"*, Berlingske  
<https://www.berlingske.dk/oekonomi/banker-bliver-ejendomsselskaber>
- Keen, S., 2009: *"Household Debt: The Final Stage in an Artificially Extended Ponzi Bubble"*, Policy Forum: Household Debt, The Australian Economic Review, vol. 42, no. 3, pp. 347-357.  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1467-8462.2009.00560.x>
- Keen, S., 2014: *"Modelling Financial Instability"*  
<http://www.debtdeflation.com/blogs/wp-content/uploads/2014/02/Keen2014ModelingFinancialInstability.pdf>
- Keen, S., 2017: *"Can we avoid another financial crisis?"*, Polity.
- Krippner, G., 2005: *"The Financialization of the American Economy."*, Socio-Economic Review, 3: 173-208.  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=811461](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=811461)
- Krugman, P., 2012: *"Banking Mysticism, Continued. In The Conscience of a Liberal"*, New York: New York Times.

- Lapavitsas, C., 2013: *"The financialization of capitalism: 'Profiting without producing'"*, <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/13604813.2013.853865>
- Licitationen, 2016: *"Byggeriet har tabt mest under krisen"*, Byggeriets dagblad [https://www.licitationen.dk/article/view/248222/byggeriet har tabt mest under krisen](https://www.licitationen.dk/article/view/248222/byggeriet_har_tabt_mest_under_krisen)
- Macrohistory, 2017: *"Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database"*, <http://www.Macrohistory.net>
- Meng, X., Hoang, N. & Siriwardana M., 2013: *"The determinants of Australian household debt: A macro level study"*, Journal of Asian Economics <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1049007813000882>
- Mian, A., Sufi, A. & Verner, E., 2017: *"Household Debt and Business Cycles Worldwide"*, NBER. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2655804](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2655804)
- Minsky, H.P., 2016: *"Can 'it' happen again? – Essays on Instability and Finance"*, Routledge Classics.
- OECD, 2020a: *"Gross domestic product (GDP)"*, OECD Data <https://data.oecd.org/gdp/gross-domestic-product-gdp.htm#indicator-chart>
- OECD, 2020b: *"Housing prices"*, OECD Data <https://data.oecd.org/price/housing-prices.htm>
- Palley, T., 2007: *"Financialization: What It Is and Why It Matters"*, The Levy Economics Institute. [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_525.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_525.pdf)
- Rangvid, J., 2013: *"DEN FINANSIELLE KRISE I DANMARK – årsager, konsekvenser og læring"*, <https://em.dk/media/9193/rapport-fra-udvalget-om-finanskrisens-arsager.pdf>
- Sawyer, M., 2014: *"What is financialization"*, University of Leeds. <http://eprints.whiterose.ac.uk/82350/3/Sawyer.pdf>
- Social og indenrigsministeriet, 2014: *"Misligholdte lån i Danmark"*, Økonomisk analyse <https://sim.dk/publikationer/2014/mar/misligholdte-laen-i-danmark/>
- Wendt, P., 2006: *"Den finansielle sektor"*, Handelshøjskolen, 13. udgave
- Wendt, P., 2011: *"Den finansielle sektor"*, Handelshøjskolen, 14. udgave