



Den finansielle krise

I et postkeynesiansk perspektiv



Titelblad

Uddannelse	Samfundsøkonomi – Cand. Oecon.
Uddannelsessted	Aalborg Universitet
Gruppemedlemmer	Tanja B. Gravesen og Mai-Britt Beith
Kursus	Speciale – 10. semester
Emne	Den finansielle krise – I et postkeynesiansk perspektiv
Eksaminator	Finn Olesen
Afleveret	8. august 2011
Oplag	5
Sidetal	93 (100 normalsider)

Tanja B. Gravesen

Mai-Britt Beith

Indholdsfortegnelse

Titelblad	1
Forord.....	4
Abstract	4
Indledning	6
Problemstilling	7
Problemformulering.....	7
Operationalisering og afgrænsning.....	8
Det makroøkonomiske landskab.....	9
Metode.....	11
Finansielle kriser.....	13
Effektiv efterspørgsel	14
Den finansielle krises globale udvikling	18
Bounded rationality	27
Usikkerhed	29
Animal Spirits	31
Confidence	32
Den finansielle sektor i Danmark	33
Pengeinstitutter	35
Realkreditinstitutter	36
Det danske boligmarked	37
Den finansielle krise i Danmark.....	39
Finansiell ustabilitet	41
Money Manager Capitalism	44
Generelle makroøkonomiske forhold og liberalisering af den finansielle sektor frem til 2007	45
Udviklingen i den danske finansielle sektor.....	47
Den danske stats håndtering af den finansielle krise	52
Bankpakke I	53
Bankpakke II (Kreditpakken)	53
Bankpakke III (Håndtering af nødlidende pengeinstitutter)	54
Korruption and Bad Faith.....	56
Definition af begrebet control fraud.....	57

Control fraud eller financial fraud.....	58
Empirisk belysning af konkrete nødlidende banker.....	59
Roskilde Bank	59
EBH bank	61
Amagerbank	63
Historiefortællinger.....	66
De danske bankaktiers følsomhed overfor generelle stemninger – et eksempel	68
Afdragsfrie lån	69
Afdragsfrie lån – forbrugerens vinkel.....	74
Fairness	79
Diskussion.....	79
Afdragsfrie lån – et holdningsspørgsmål.....	83
Minsky moment	85
Konklusion.....	88
Perspektivering	89
Litteraturliste	91
Bøger	91
Artikler.....	91
Rapporter	92
Andet.....	92
Love og bekendtgørelser.....	92
Hjemmesider	92

Forord

Vi har over en længere periode, vidst hvad vi ville skrive om, og har også i tidligere projekter lavet et stort forarbejde i forhold til, at forstå forskellige teorier indenfor den makroøkonomiske arena. Vi har især måtte sætte os godt ind i de forskellige makroøkonomiske skolers synspunkter, ligheder og ikke mindst deres uligheder. Vi endte til sidst med, at vælge den postkeynesianske skole, som i største omfang var den som vi var enige med. I forsøget på, at forstå de forskellige makroøkonomiske skolers tankegang og metode, og ikke mindst den postkeynesianske skoles teorier, vil vi gerne give en særlig tak til Jesper Jespersen, som i denne forbindelse både har været vores underviser og vores vejleder, siden vi startede på kandidatdelen. Han har hele forløbet udvist et kæmpe engagement, og altid været indenfor rækkevidde. Men også Finn Olesen skal have en stor tak i denne forbindelse, ikke mindst som den trofaste hjælper, som han nu engang er. Han har haft en vigtig rolle i, at råde og vejlede os, og ikke mindst begrænse os i forhold til hvad der er realistisk at nå.

I forbindelse med dette arbejde, vil vi gerne give en stor tak til alle de, som har bidraget med materiale, inspiration og gode ideer. Foruden Jesper og Finn som allerede er blevet nævnt, skal der i den forbindelse, lyde en særlig tak til Jakob Brøchner Madsen, Roy Rotheim, James Galbraith og Mogens Ove Madsen.

Også en stor tak til vores familier, som har støttet op om os, og haft forståelse for at vi i en lang periode har været opslugt af vores arbejde og til tider været meget fraværende.

Alle de personer, som er afbilledet på forsiden, har på hver sin måde været inspirationskilde til vores projekt.

Abstract

The financial crisis in the US, originated in 2007, but escalated in 2008. This crisis differed from previous ones, because of the mere scale of the financial problems the country faced. Many years of globalization meant, that the crisis was not contained to the US, but spread throughout the entire industrialized world.

When the crisis hit Denmark, the society, the financial sector and the government, was completely taken by surprise. No one seemed to be prepared, for the impact of the crisis, and seemed paralyzed by the situation. The banking sector froze, and the entire loans market went into a complete standstill. This affected households and businesses, and suddenly it was no longer only a financial crisis, but an economic one.

The financial situation after 2007 also came as a surprise to most economists, and still today, we lack a fulfilling and satisfying explanation, to what happened. And when we do not even understand what happened or why, we have absolutely no chance of ever preventing it from happening again.

The purpose of this paper is to consider, the cause and consequences of the financial crisis. We will in this paper, analyze the Danish crisis in a post Keynesian perspective, using theories, where psychology, uncertainty and other non-mathematical issues play a crucial role. We use both old well discussed theories from Keynes and Minsky, and brand new ones, like

the one about control fraud by William Black and James Galbraith. The reason for us choosing this approach is mainly, the lack of a proper explanation from the mainstream economists, and a clear idea of, the fact that human behavior cannot always be put into a model. But this does not mean, that we can allow ourselves to completely ignore these factors.

Indledning

Den nuværende finansielle krise startede i 2007 i USA, men eskalerede for alvor i 2008. Netop denne krise adskiller sig fra tidligere kriser, i dens omfang, idet man tidligere, i højere grad, har været i stand til at inddæmme de økonomiske kriser, så der har været tale om nationale kriser, og ikke globale. Den øgede globalisering har været medvirkende til, at krisen spredte sig som en steppebrand, ud over alle verdens større markedsøkonomier, og mere eller mindre ramte simultant over hele verden.

Udviklingen i Danmark, har også i høj grad præg af den globale finansielle situation. Man havde igennem en årrække været særdeles aktive på det internationale pengemarked, og hermed oparbejdet et internationalt indlånsunderskud på omkring 500 mia. kr.¹ Da det globale pengemarked for alvor blev ramt i 2008, opstod der en akut mangel på udenlandsk valuta, som Nationalbanken godt nok prøvede at afværge, ved at sælge ud af reserverne, men det var ikke nok til, at skabe ro på de finansielle markeder.

Den finansielle uro medfører, at der i løbet af 2008 er ni banker, som enten fusionerer med eller bliver overtaget af andre banker, eller simpelthen bliver afviklet. Disse banker havde samlet set aktiver for mere end 100 mia. kr., hvilket svarer til ca. 2½ % af den samlede balancesum i den danske banksektor.²

Da Roskilde bank i august 2008 blev overtaget, skabte det en del international mistillid til de danske banker som en helhed, selv om der i Roskilde bank var tale om en egentlig selvfor-skyldt situation, i forbindelse med en yderst lemfældig kreditgivning. Denne mistillid med-førte, at de danske banker havde meget svært ved, at finansiere sig, på det udenlandske mar-ked, ligesom man indbyrdes i sektoren var meget tilbageholdende med, at udvide den ind-byrdes likviditetsudveksling. Bankerne ændrede, som resultat heraf, deres kreditpolitik, og satte dermed de danske virksomheder under pres. Der var ikke længere samme adgang til kredit, og virksomhederne oplevede tiltagende problemer med, at finansiere deres produktion og investeringer. Produktionsvirksomhederne blev ramt af fald i den indenlandske efter-spørgsel såvel som den internationale handel. I samme periode oplever man en faldende efterspørgsel efter boliger, hvilket er med til at forstærke boligkrisen. Der er altså noget der tyder på, at en krise på et enkelt marked, spreder sig til alle dele af samfundsøkonomien, men hvor og hvad der udløses hvornår og hvorfor, er endnu ikke kortlagt.

Den finansielle krise overraskede både finanssektoren, de fleste økonomer og de politiske beslutningstagere, på trods af, at der har været en del faresignaler. I perioden 2000 til krisens udbrud i 2007-2008, så man en boligboble vokse til en dimension, som man ikke tidligere har set. Låntagningen i både den private sektor og i erhvervet voksede eksplosivt. Den finan-sielle sektor voksede til en størrelse, hvor den pludselig stod for så stor en del af den samlede samfundsøkonomi, at den fik en måske ikke hensigtsmæssig indflydelse på samfundsøko-nomien. Til sidst var der i perioden en række strukturelle problemer, som muligvis har været med til, at man ikke kunne reagere i tide.

Krisen som er af både finansiell og økonomisk karakter, har udviklet sig forskelligt i forskel-lige lande, men fælles for alle er, at man ikke har fået en tilbundsående forståelse for, hvad

¹ Jespersen (2010b), side 11

² Finansiell stabilitet (2008, 2. halvår), side 22

de egentlige årsager bag krisen egentlig var, og om hvorvidt man skulle have reageret anderledes, for at inddæmme den. Vi mener dog, at det er absolut nødvendigt, at få belyst disse to punkter, da man ellers vil stå fuldstændig forsvarsløs, hvis situationen skulle gentage sig. Hvis ikke man kender årsagen til problemet, vil man heller ikke kunne forebygge eller begrænse en lignende situation.

Det ene eksempel, med Roskilde Bank, understreger tydeligt, hvor stor betydning den indbyrdes tillid og subjektive udviklingsvurderinger har. Ikke mindst i den finansielle sektor. Derfor finder vi det også meget interessant og ikke mindst nødvendigt, at belyse denne del af det makroøkonomiske system. Vi vil gerne undersøge, hvad det er for nogle mekanismer, der er i spil før og under et kriseforløb, og hvordan de forskellige markeder påvirker hinanden, med det resultat, at en krise spreder sig til hele det makroøkonomiske system. Derfor vil vores arbejde også være fokuseret omkring, de psykologiske mønstre og reaktioner, der er med til at forme det samfundsøkonomiske billede, og begreber som usikkerhed, Animal spirits, confidence og boundet rationality vil være gennemgående i det teoretiske og analytiske arbejde. Vi vil ligeledes forsøge at forholde os til, hvordan den ene krise kan udløse en anden, og hvordan et samfund eller en økonomi kan fastholdes i en ugunstig situation, uden at der sker automatiske tilpasninger, som fører markederne på ret kurs igen.

Når vi vælger at fokusere vores arbejde omkring den finansielle sektor, skyldes det hovedsagligt den rolle som denne sektor, har fået i hele samfundsøkonomien. Der har igennem en årrække, været en væsentlig deregulering af den finansielle sektor, hvilket har medført en stor og meget stærk spiller på den makroøkonomiske bane, som tilsyneladende har fået større og større indflydelse for den samfundsøkonomiske dagsorden. Alene den finansielle sektors størrelse gør, at de politiske beslutningstagere, ikke kan ignorere de krav og forventninger der er fra denne del af markedet.

Problemstilling

Vi ønsker i denne opgave, at belyse og undersøge, hvilke tendenser og sammenhænge, man har kunnet se i forløbet op til og under den finansielle krise i Danmark. Dernæst ønsker vi at undersøge, hvilken indflydelse den adfærdsmæssige udvikling, har haft på den aktuelle finansielle krise. Vi vælger at ligge vores fokus, omkring den finansielle sektor, hvor vi mener, at den adfærdsmæssige og psykologiske indflydelse er mest åbenlys.

Problemformulering

På baggrund af ovenstående indledning og problemstilling, opstilles følgende problemformulering, som vil fremstå som kernen af dette projekt.

"Med fokus på den danske finansielle sektor, ønskes en især empirisk men også teoretisk belysning, af den finansielle krise, og de konsekvenser, som den adfærdsmæssige ændring har haft for dennes udvikling."

I forbindelse med arbejdet med problemformuleringen, opstilles en række arbejdsspørgsmål, som skal bidrage til den samlede besvarelse.

- Hvor og hvordan startede den finansielle krise?
- Hvad dækker begrebet "den finansielle sektor" over?

- Hvilke sammenhænge og tendenser, kan man se i de økonomiske og finansielle nøgletal?
- Hvordan har den finansielle krise, vist sig i den danske finansielle sektor?
- Hvor stor indflydelse har psykologiske forhold haft, på den økonomiske krises start og udbredelse?
- Hvordan spredte den finansielle krise sig, til andre markeder i det makroøkonomiske landskab?
- Hvordan kan bred optimisme være med til, at den samlede finansielle sektor, ikke har reageret på eventuelle faresignaler?
- Hvad er sammenhængen mellem den finansielle og den realøkonomiske krise?

Operationalisering og afgrænsning

I dette afsnit, vil vi kort redegøre for, hvordan vi ønsker problemformuleringen belyst. Vi vil her give en kort beskrivelse af vores fremgangsmåde, samt de overvejelser og afgrænsninger der ligger bag. Dette mener vi er nødvendigt, fordi vores overordnede emne, ”Den finansielle krise”, er meget omfattende, og genstand for utallige analyser og ligeså mange holdninger. Der er flere opfattelser af, hvor og hvordan krisen startede, hvad man skal se på, og hvordan man bør arbejde med den. Derfor er det meget vigtigt, at vi gør det klart for læseren, hvad vi mener og hvor vi vil hen.

I arbejdet med vores problemformulering, har vi opstillet en række arbejdspørgsmål, som vi forventer, vil hjælpe os med, at komme frem til en egentlig besvarelse af vores problemformulering. Dem vil vi løbende forsøge at besvare, for til sidst, at følge op på dem i vores konklusion.

Måden vi har valgt at arbejde med vores opgave, er nok lidt utraditionel, men er for os, den mest hensigtsmæssige metode, til belysning, af netop denne problemstilling. Vi vil ikke opstille vores afsnit, på traditionel vis, efter modellen metode, teori, empiri, analyse og konklusion. Vi vil derimod arbejde, ud fra en metode, som giver os mulighed for, løbende at analysere og konkludere. Vi vil starte med at præsentere teorien om effektiv efterspørgsel, da det overordnet er den, som vi baserer vores tilgang til emnet på. Hertil præsenterer vi noget relevant empiri, som kan underbygge den ovenstående teori, som vi derefter kan analysere og udarbejde en delkonklusion på. I arbejdet med teori og empiri, gives der næsten altid anledning til, at man må benytte sig af en anden teori, eller forklare noget andet empiri, og det er også tanken bag vores fremgangsmåde. Empirien vil blive præsenteret sammen med den teori, som beskriver det.

Inden den endelige konklusion, vil vi igennem et diskussionsafsnit, forholde os til de forskellige teorier og empiriske afsnit, set i forhold til hinanden, da man med denne fremgangsmåde, risikerer, at støde på nye sammenhænge, som man ikke havde forudset. Man kan komme ud for både, at be- og afkræfte de hypoteser man opstiller.

Afslutningsvis vil vi i en samlet konklusion, samle op på delkonklusionerne, og heri forsøge at besvare den egentlige problemformulering.

Vores økonometriske arbejde.

Vi arbejder i denne opgave, med vores empiriske materiale, hovedsagligt i form af tabeller og grafiske illustrationer. Denne tilgang har vi valgt, da vi med den normale økonometriske tilgang, ikke har mulighed for, at arbejde med mange af de begreber som vi arbejder med. Mange af disse begreber er vi ikke i stand til at "måle og veje", og har derfor ikke nogen talværdi som kan bearbejdes i økonometriske modeller. Det datamateriale, som vi alligevel benytter os af, har vi været nødt til, at ændre enheder på, for at kunne arbejde med dem. I de fleste tilfælde har vi ændret det til "procentvis ændring", men dette kan i nogle tilfælde give nogle misvisende resultater.

Fordelen ved, at arbejde med tabeller og figurer, er at vi på den måde, er i stand til, simpelt hen at observere nogle tendenser for derefter at behandle dem i forhold til teorien. Der viser sig også en ret tydelig tendens i tidspunktet for de forskellige udsving.

De steder, hvor vi syntes det har kunnet lade sig gøre, har vi benyttet os af regressioner, for at sandsynliggøre hvilke parametre der er forklarende. Men i mange tilfælde vil det ikke være en mulighed. Vi støder i flere tilfælde på, et specificationsproblem i forhold til modellen, og vil være nødsaget til, at manipulere så meget med datasættet, ved f.eks. at fjerne outliers eller tillægge lags på de forskellige variable, at resultatet mister sin relevans. Det er jo i mange tilfælde netop ekstremværdierne, som er interessante, når man arbejder med adfærd og psykologi, og derfor vil en manipulation, fjerne vores empiriske data mere og mere fra virkeligheden, jo mere vi ændrer i det oprindelige datasæt. Og kan vi ikke anskue virkeligheden, kan vi ikke analysere den.

Havde vi alligevel valgt nogle regressionsmodeller, som kunne tage højde for ikke linearitet, ville vi formentlig alligevel have været nødsaget til at manipulere med vores datasæt, og kører en masse test, for bl.a. finde ud af om der er en korrelation variablene imellem, og teste for om variablene er stationære. De økonometriske modeller bygger endvidere på en række antagelser, som vi vil være nødsaget til følge, for at opnå et brugbart resultat.

"den eneste statistik du kan tro på, er den du selv har manipuleret"

Dette citat af Winston Churchill, beskriver ret godt, hvad der ligger bag vores fravalg. Vi er ikke interesserede i pæne økonometriske resultater, hvis de ikke afspejler virkeligheden. Og kommer man virkeligheden ind i en model, opfører den sig ikke "pænt" nok, til at vi kan arbejde med den.

Det har også vist sig, at mange af de både teoretiske og empiriske tekster vi har anvendt, heller ikke i høj grad benytter sig af avanceret økonometri. Derfor har det også været naturligt for os, at bruge den samme fremgangsmåde. Udfordringen heri, kan være, at man laver en alt for beskrivende gennemgang. Dette håber vi, at undgå ved, at benytte en stor mængde empirisk materiale, som vi løbende vil forholde os analytisk til.

Det makroøkonomiske landskab

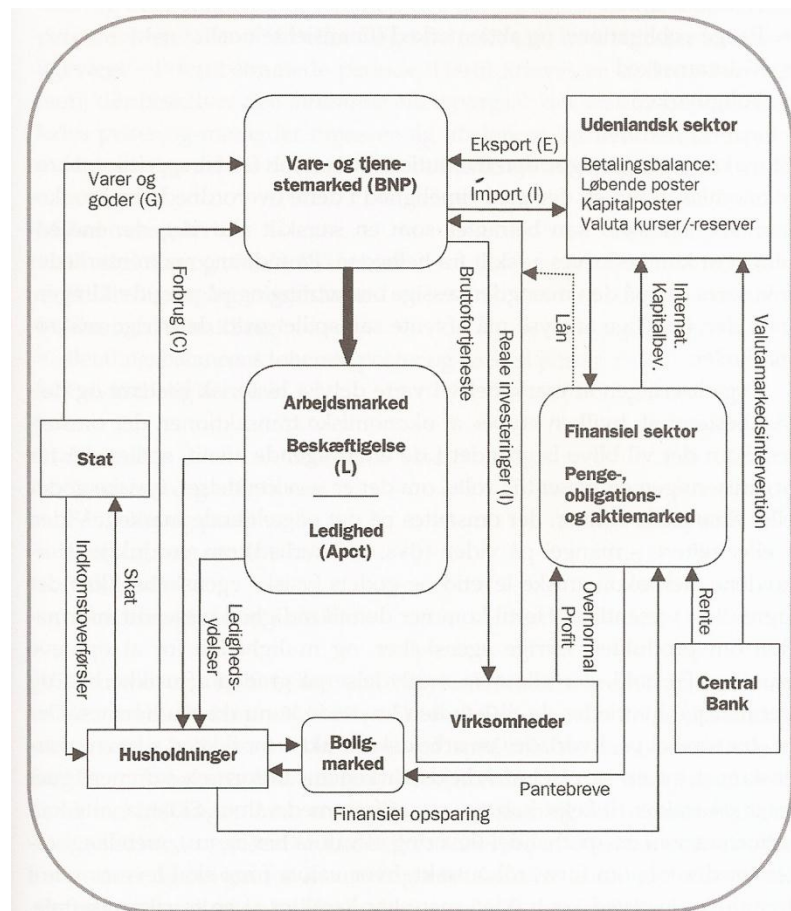
Når man gennemfører en empirisk analyse, har kortlægningen af det makroøkonomiske landskab afgørende betydning, for valg af bagvedliggende teori og derfor også den faktiske analyse. Det er vigtigt, at man skitserer den virkelighed, som analysen skal holdes op imod,

og forholde sig til. På denne måde opnår man, den mest realistiske og anvendelige analyse, samtidig med, at man hele tiden, må tilpasse sig de resultater, om nogen, man opnår.

Vi vil indledningsvist skitsere det samlede makroøkonomiske landskab, for derefter at beskrive det udsnit af det samlede billede, som vi ønsker at beskæftige os med. Dette er en vigtig øvelse, da vi ikke mener, at man kan gennemføre en makroøkonomisk analyse af et bestemt fænomen, uafhængigt af den kontekst som det eksisterer i. Når vi har tegnet det overordnede makroøkonomiske landskab, vil vi fokusere vores analyse på et enkelt marked. Når vi har begrænset os til et delmarked, kan vi fokusere og konkretisere de teorier og kausalrelationer som er "relevante" i forhold til dette marked. Derefter kan disse kausalrelationer indgå i det makroøkonomiske landskab, og medvirke til opstillingen af egentlige hypoteser.³

Det makroøkonomiske landskab består af flere makromarkeder. Det er kausalrelationer, som binder de forskellige markeder sammen i en samlet model, hvor makromarkeder, makroaktører og makroadfærdsrelationer tilsammen er med til at danne det samlede billede.

Figur 1 - Det makroøkonomiske landskab⁴



Figur 1 skitserer et makroøkonomisk landskab, hvor pilene illustrerer de kausalrelationer, der er med til at binde alle markeder sammen til en helhed. I modellen opdeles markederne i:

³ Jespersen (2007), side 123-132

⁴ Jespersen (2007), side 133

- Vare og tjenestemarked (Produktion)
- Arbejdsmarked
- Penge- og obligations- og aktiemarked (den finansielle sektor)
- Valutamarked
- Boligmarked

Et makromarked udgøres af en institutionel ramme om en bestemt aktivitet, som må anses for at adskille sig fra resten af det samlede marked. På det enkelte marked, fokuserer man på den mængdemæssige omsætning og på prisudviklingen, mens man i den egentlige makroøkonomiske analyse, ser på samspillet mellem de enkelte markeder.

Når man, som i dette tilfælde, fokuserer sin analyse omkring den finansielle sektor, er det vigtigt at man indledningsvist får beskrevet de institutionelle og adfærdsmæssige forhold, der gør sig gældende på netop dette marked, i netop den historiske kontekst som vi opererer i.

Med figur 1 som vejledning, vil vi i de efterfølgende afsnit beskrive de institutionelle og adfærdsmæssige forhold, som har betydning for den del af markedet, som vi vil arbejde med. Denne beskrivelse af vores landskab, vil komme løbende, i forbindelse med de forskellige empiriske afsnit.

Metode

Vi ønsker i denne opgave, at benytte os, af en såkaldt Path Dependency analyse. Denne analyseform har vi valgt, fordi det er den der stemmer bedst overens med opgavens mål. Der er utallige definitioner på, hvad en Path Dependency analyse er, og vi vil nedenfor inddrage flere fortolkninger heraf. Grunden hertil er, at vi på den måde, vil være i stand til at illustrere hvad vi forstår ved begrebet, og hvordan vi vil anvende den i vores analytiske arbejde.

Path dependent defineres af Jesper Jespersen som:

*”En kontekst afhængig dynamisk analyse, hvor et udviklingsspor eller en tendens følges i landskabet.”*⁵

Grunden til, at vi ønsker at benytte os af en Path Dependency analyse er, at vi ønsker at have en sammenhæng mellem de modeller vi bruger, og den virkeligheden vi faktisk kan observere. Keynes forsøger, at give svaret på, hvordan der kan skabes sammenhæng mellem modellen og virkeligheden, i sin analyse af de offentlige investeringer og multiplikatoreffekten. Her tager Keynes udgangspunkt i en konkret situation fra det makroøkonomiske landskab, han slipper herefter modelmæssigt en kraft løs, som arbejder sig igennem modellens landskab. Når kræfterne er udtømte, kan der i modellen aflæses nogle spor eller udviklingstendenser i denne forbindelse vil multiplikatorvirkningerne kunne aflæses, dette giver en indikator for, hvorledes modellen og landskabet vil blive påvirket af denne kraft.⁶ Ved at benytte sig af en Path Dependency analyse kan man ofte finde udviklingsmønstre i de makroøkonomiske variable, dette sker ofte ved at benytte sig af en semi-closure eller en Open-system

⁵ Jespersen (2007), side 302

⁶ Jespersen (2007), side 216

ceteris paribus-metode – her foretager man sig en afsnøring på kort sigt, hvorved man kan opnå en beskrivelse af en tendens eller et udviklingsspor på et lidt længere sigte. Med andre ord så kigger man f.eks. kun på en region eller en sektor i det makroøkonomiske landskab.

Mark Setterfield definerer Path Dependency på følgende måde: Kan en hændelse eller en tilstand påvirke nutiden eller fremtiden i et dynamisk system så vil der være tale om Path Dependency. Setterfield vælger i sin tolkning af udtrykket, at sætte Path Dependency synonym med udtrykket ”*history matters*”. Det modsatte til Path Dependent system er et Path Independent system, som er ahistorisk, altså ikke tager hensyn til tidligere historiske begivenheder eller forhold. Derfor er disse modeller, i hvert fald i det lange løb, ikke-påvirket af tidligere hændelser. Mark Setterfield siger, at et system, som arbejder inden for rammerne af Path Dependency, kun vil være i en midlertidig form for ligevægt, dvs. sige at et system kan befinde sig i en næsten tilstand, indtil at der indtræffer en hændelse eller en ændring i systemet, som f.eks. kan være forandringer af psykologisk karakter eller teknologiske karakter. Et system kan altså gennemføre nogle justeringer, som finder sted nu, for at opnå en Path Dependency ”ligevægt” i fremtiden, eller man kan lave justeringer for at opretholde denne tilstand. Men uanset hvilke justeringer man foretager i dette system, så vil disse være tidsafhængige, og vil/kan have konsekvenser både nu og i fremtiden.⁷

Vores opfattelse er at udtrykket Path Dependency er, at det er et meget filosofisk udtryk, som der endnu ikke er gennearbejdet. Dette er også grunden til, at vi ønsker, at definere, hvad vi forstår ved denne form for analyse, samt hvordan vi ønsker at anvende den. Vi mener for det første at historiske begivenheder er altafgørende for, hvordan fremtiden kommer til at udarte sig. Hvad der foretages i dag, om det er i husholdningerne, virksomhederne og på politisk plan, vil have betydning for i morgen og i fremtiden. Vi opfatter for det andet tiden indenfor denne analyse som irreversibel, dvs. at man ikke blot kan skrue tiden tilbage, hvis man skulle have foretaget en handling, som ikke var hensigtsmæssig på længere sigt. Vi ønsker med denne analyse form, at kunne finde tendenser og udviklingsmønstre, som kan være med til at forklare, hvordan det makroøkonomiske landskab har udviklet sig. Ved at benytte sig af den Path Dependency analyse håber vi på at kunne medtage nogle adfærdsmæssige ændringer, som vi ikke ville kunne finde inden for en almindelig ligevægtsmodel. Med andre ord så håber vi på at kunne finde nogle tendenser og mønstre som ellers ville være kamuflerede i det økonomiske landskab. De mønstre og tendenser vi især søger er ikke nødvendigvis af makroøkonomisk karakter, men vil måske kunne findes indenfor andre samfundsvidenskabelige videnskaber, det kan bl.a. være ændringer i love og regler eller politiske ændringer som kan være med til at stabilisere eller destabilisere vores landskab, ved at påvirke nogle makroøkonomiske variable. En ting vi specielt ønsker og håber at finde tendenser og spor af, er den menneskelige adfærd og dennes udvikling og påvirkning på økonomien.

Vi vil i denne analyse starte med, at se på den finansielle sektor som et isoleret tilfælde. Vi vil altså foretage en afsnøring i vores makroøkonomiske landskab, således at vi for en periode kun koncentrerer os om, hvad der er sket inden for den finansielle sektor. Ved at lave en sådan afsnøring, håber vi på at kunne finde, tendenser og hændelser som kan være med til at forklare, hvordan det der startede med, at være en finanskrise udviklede sig til en egentlig

⁷ Setterfield (2008)

realøkonomisk krise. Vi håber især at få besvaret vores problemformulering og de underspørgsmål som hører hertil ved at benytte os af en sådan analyse

Finansielle kriser

Finansielle kriser, kan defineres på flere måder. En måde er, ”betegnelse for en situation, hvor finansielle virksomheder ikke kan leve op til forpligtigelser, som eksisterer i henhold til gældende regelsæt”⁸. Denne definition er meget bred, og forholder sig til den samlede finansielle sektor, og ikke bare pengeinstitutterne.

En finansiell krise, behøver ikke nødvendigvis at være skabt i den finansielle sektor. En sådan krise kan opstå, som en reaktion på en udvikling i en anden sektor, som vi i den nuværende krise har oplevet. Her opstod krisen som en reaktion på en boligboble, og en byggesektor som arbejdede i overgear. En krise kan også, som konsekvens af den øgede globalisering, komme fra udlandet.

En finansiell krise er en sektorspecifik krise, som derefter kan manifestere sig som en økonomisk krise, når den breder sig til realøkonomien.

I litteraturen beskrives 6 årsager⁹ bag en finansiell krise;

1. et skift i den økonomiske struktur (chok)
2. ledelsessvigt
3. svage institutionelle strukturer
4. ændringer i efterspørgslen efter likviditet, som giver anledning til udtræk fra banker
5. spekulation omkring aktivpriser
6. indbygget tendens til ekspansion i finansielle virksomheder

når man umiddelbart ser på disse seks årsager, kunne man fristes til at sige, at alle seks forhold har været gældende for den finansielle krise, vi står midt i nu. Og har forholdene været sådan, at man på alle områder af den finansielle sektor, har bevæget sig mod en krise, kan omfanget ikke længere undre. Og kan man sandsynliggøre, at alle de ovenfor nævnte årsager, har været til stede, kunne det næste spørgsmål være, hvad der gjorde at man fuldstændig overså faresignalerne. Derfor har vi valgt, at opstille disse 6 forhold, som hypoteser i denne opgave;

1. Der har været et skift i den økonomiske struktur, i form af et chok, som har været medvirkende til, at den finansielle krise ramte Danmark
2. Man har i den finansielle sektor, oplevet en række ledelsessvigt, som har været medvirkende til, at den finansielle krise ramte Danmark
3. Der har været nogle svage institutionelle strukturer, som har været medvirkende til, at den finansielle krise ramte Danmark
4. Der har været en ændring i efterspørgslen efter likviditet, som har været medvirkende til, at krisen ramte i Danmark
5. Der har været spekulation omkring aktivpriserne, som har medvirket til, at den finansielle krise ramte Danmark

⁸ Østrup (2008), side 14

⁹ Østrup (2008), side 22

6. Der har været en indbygget tendens til ekspansion i de finansielle virksomheder, som har medvirket til, at krisen ramte Danmark

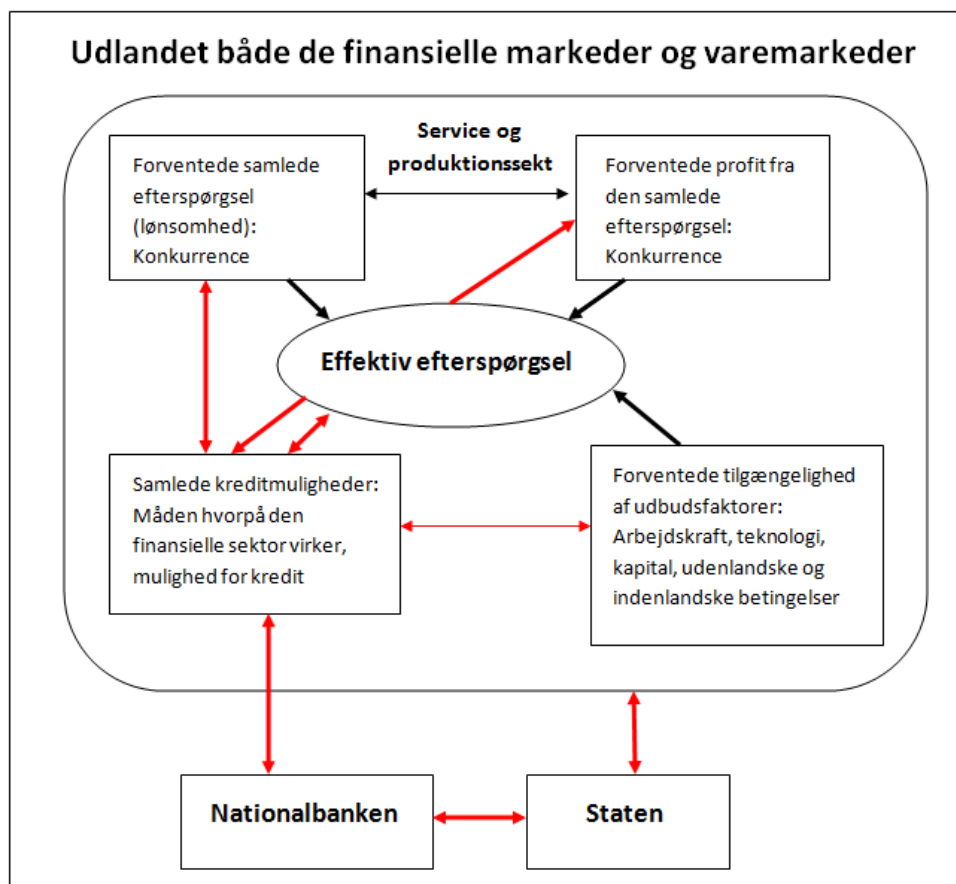
Vi vil igennem opgaven, forsøge at be- eller afkræfte disse hypoteser.

Effektiv efterspørgsel¹⁰

Vi har nedenfor medtaget Jesper Jespersen model over effektiv efterspørgsel. Grunden til at vi netop har medtaget denne model og ikke ”*ligevægtsmodellen*” for effektiv efterspørgsel, er at denne model er mere forklarende i forhold til hvad vi ønsker at vise. Denne model har fire ben, som til sammen udgør den effektive efterspørgsel i forhold til virksomhederne. En anden grund til at vi medtager netop denne model, er at den ikke kun behøver, at dække over en produktionsvirksomhed, men kan også gælde for servicevirksomheder, da det er de samme parametre som vil gøre sig gældende her.

I midten af figuren har vi begrebet den ”effektive efterspørgsel”, som dækker over virksomhedernes forventede output og forventede efterspørgsel efter arbejdskraft i forhold til en kommende produktionsperiode. Effektiv efterspørgsel består af mindst fire analytiske komponenter, illustreret ved de fire kasser som er omkring kassen med effektiv efterspørgsel.

Figur 2 - Effektiv efterspørgsel



¹⁰ Effektiv efterspørgsel, forarbejde til specialet, Tanja og Mai-Britt.

Vi ønsker hovedsageligt at analysere det 3. ben, som dækker overordnet over den finansielle sektor. Årsagen til at vi ønsker at nærstudere dette ben, er i lyset af den finansielle krise, der har vist, at tilgangen af kapital har afgørende betydning for samfundsøkonomien, og kan ændre sig fra dag til dag. Selvom vi ønsker at fokusere vores analyse på dette ben, vil vi kort gennemgå de andre ben og deres betydning i forhold til det samlede billede. Krisen har også belyst, hvor stor indflydelse statens og nationalbankens politik, har på den effektive efterspørgsel, og derfor vil vi også inddrage disse to institutioner i vores analyse.

Ben ét dækker over **den forventede samlede efterspørgsel**, hos de samlede virksomheder i en økonomi. Dette bens funktion er at analysere virksomhedernes samlede forventede efterspørgsel efter deres goder i forhold til forbrugerne. Sagt med andre ord, hvor meget virksomhederne forventer at kunne afsætte af deres goder i et givent marked. Denne forventning indgår som ét af flere elementer ved planlægningen af deres kommende produktion. Da virksomhederne ikke med sikkerhed kan vide, hvor meget der vil blive efterspurgt af deres varer, må de bygge deres forventninger til afsætningen på et usikkert grundlag, ud fra hidtidige erfaringer, politiske signaler, de generelle forventninger til den samlede økonomi, samt den tilgængelige information. Da denne teori i sin tid blev udviklet så generel, betyder det også, at den kan benyttes inden for de mange forskellige konkurrenceformer, lige fra fuldkommen konkurrence til monopolistiske markeder. Det generelle ligger i at produktionen bestemmes på virksomhedsniveau, og her tages der højde for konkurrenceformen.

Det andet ben angiver **den forventede profit fra den samlede efterspørgsel**. I dette ben analyseres de forventede omkostninger, og den forventede indtægt, i forhold til den forventede samlede efterspørgsel efter virksomhedernes goder. Virksomhederne må også i dette ben tage højde for den gældende konkurrenceform idet, denne kan have afgørende betydning for virksomhedernes indtjeningsevne. I dette ben opererer virksomhederne også på et usikkert grundlag, og usikkerheden øges i takt med at tidshorisonten forlænges. I forbindelse med kvartalsregnskaber og halvårsregnskaber ser vi ofte virksomhederne enten op- eller nedjustere deres forventninger i forhold til det forventede årsresultat. Det skal dog bemærkes at ben 1 og 2 er forbundet, og derfor bedst forklares i sammenhæng.

Det tredje ben, omhandler hele **den finansielle sektor og ikke mindst muligheden for finansiering**. Det er på dette område vi vil målrette vores analyse, ligesom vi her vil inddrage de tre andre ben. Hele det økonomiske kredsløb er afhængig af et stabilt og velfungerende finansielt system. Det er afgørende for såvel virksomheder som for den private, at der er mulighed for finansiering. Marc Lavoie forkorter dette ben helt ned til, at hvis banksektoren ikke er villig til at udlåne penge eller renten er alt for høj på udlån, så vil dette kunne resultere i, at virksomhederne ikke er i stand til at lave nye investeringer, eller forsætte deres produktion, hvilket vil kunne resultere i, at der ingen vækst vil være. Virksomhederne er derfor dybt afhængige af, at finansieringen er til rådighed, og at det kan betale sig for virksomheden at låne penge.

Det 4. ben er en analyse af **den forventede tilgængelighed af produktionsfaktorer** såsom arbejdskraft, kapital, teknologi, råvarer mm. Keynes berørte dette ben meget lidt, hvilket naturligvis også skal ses i lyset af den tid hvori han udviklede begrebet effektiv efterspørgsel. Virksomhederne er nødt til, at forholde sig til om de nødvendige produktionsfaktorer er til rådighed, nu og i fremtiden, da selve produktionen er afhængig af disse produktionsfaktorer.

Vi har i optursperioden oplevet, at byggesektorer ikke var i stand til, at skaffe den fornødne arbejdskraft, i forhold til den efterspørgsel der var på markedet. Dette medførte at entreprenørerne var nødsaget til, at søge efter arbejdskraft i udlandet, for at dække den høje efterspørgsel der var inden for denne sektor. Den høje efterspørgsel resulterede også i ret kraftige lønstigninger. Dette er et godt eksempel på, hvor vigtige produktionsfaktorenes tilgængelighed er, i forhold til den givne efterspørgsel på markedet, men også et godt eksempel på, at selv om virksomhederne har muligheden for at få en øget omsætning, hvis de vælger at udvide deres produktion, så har de ikke muligheden for dette, hvis produktionsfaktorerne ikke er til rådighed.

Vi har også valgt at medtage **staten**, fordi Keynes var fortalende for, en stor og aktiv stat, som kan påvirke den økonomiske aktivitet i samfundet. Det er ingen tvivl om, at finanspolitikken vil kunne påvirke virksomhederne og deres forventninger til fremtidige afsætning og dermed også deres indtægter. Det er for virksomhederne ikke ligegyldigt om der føres en ekspansiv eller en kontraktiv finanspolitik, da disse to kan påvirke virksomhederne både i en negativ og en positiv retning. Virksomhederne bygger som allerede nævnt deres forventninger i forhold til fremtiden på et usikkert grundlag, og der er ingen tvivl om at den førte finanspolitik, vil spille en afgørende rolle, når de danner deres forventninger i forhold til den samlede efterspørgsel på deres varer. Derfor mener vi også at staten er en aktiv spiller i forhold til den effektive efterspørgsel og dermed en faktor som man ikke kan eller må se bort fra i sin analyse af effektiv efterspørgsel.

Vi har også medtaget **nationalbanken**, da denne ligesom staten påvirker virksomhederne og deres fremtidige forventninger. De signaler som nationalbanken sender, når den enten hæver eller sænker renten, vil påvirke virksomhederne enten i den ene eller den anden retning. Det er ikke helt uvæsentligt for virksomhederne om de fremtidig udsigter til at låne penge, er forbundet med en høj eller en lav rente. Da en høj rente ofte vil være negativ i forhold til virksomhederne og deres kommende produktion, er virksomhederne også meget opmærksomme på udvikling i denne. Ud over at nationalbanken kan påvirke virksomhederne og deres produktion, kan denne også påvirke forbrugerne, dette sker også igennem ændringer i renten. Hvis renten på realkreditlånene stiger, som følge af en stigning i nationalbankens signalrente, vil dette betyde at forbrugernes disponible indkomst mindskes, hvilket vil sænke efterspørgslen efter goder. Nationalbankens økonomiske politik kan øve direkte indflydelse på reallønnen, dette skyldes at nationalbanken kan hæve og sænke renten når de finder det passende, mens arbejderne derimod ikke er i stand til at ændre ved deres pengeløn, fordi denne er kontraktbunden over en længere periode.

Vi er klar over at **prisdannelsen** på goderne og **løndannelsen** i forhold til arbejderne ikke fremgår som en tydelig del af modellen, hverken i vores model eller i Jespersens tolkning af Keynes' model. Vi formoder, at prisen sættes af de enkelte virksomheder, ud fra en betragtning af konkurrenceforholdene, markedsandelen, efterspørgslen på godet og virksomhedernes samlede forventede profit. Løndannelsen sker i Danmark, som en kontraktmæssig forhandling mellem arbejdsmarkeds parter. Kontrakterne løber for det meste over en flerårig periode, hvormed man fjerner en del af fleksibiliteten i pengelønnen. Pengelønnen er en del af virksomhedernes omkostninger, men den minimumsløn, som er sat mellem arbejdsmarkedets parter kan virksomheden ikke ændre ved, men de kan selv råde over, hvor mange medarbejdere de ønsker at beskæftige i forhold til denne løn. Forholdet mellem prisen og lønnen

er betegnet **reallønnen**, og angiver den købekraft som er til rådighed hos forbrugeren. Denne er konstant varierende og påvirket af mange forskellige faktorer, såsom råvarepriser, skatter og afgifter. Reallønnen kan også påvirkes gennem stigninger i renten på lån, da denne ekstra omkostning hos virksomhederne, i de fleste tilfælde, overføres til forbrugerne gennem prisstigninger på goderne. For forbrugeren ville dette have en dobbelt effekt, da boligudgifterne også er forbundet med renten, og deres realløn på denne måde mindskes yderligere.

Vi har i figuren indsat en række røde pile, som angiver situationer, hvor der kan opstå problemer hvis banksektoren ikke fungerer, som den skal. Hvis vi tager de røde pile, som fører op til den forventet profit og den forventede samlede efterspørgsel, og vi antager et scenarie, hvor den finansielle sektor hæver kravene, for at blive godkendt til et lån. Disse krav, kan ændres i en grad, som gør, at mange vil have svært ved at leve op til dem. Man kunne også forestille sig, at renten på udlån hæves til et meget højt niveau, f.eks. på grund af uro i den udenlandske, eller den indenlandske finansielle sektor. I begge scenarier, vil nogle virksomheder, vil kunne optage lån til en ny maskine, eller til andre investeringsprojekter.

Virksomheden kan også have haft en dårlig periode i omsætningen, på grund af manglende efterspørgsel, og er derfor nødt til at låne penge i en periode for blot, at opretholde produktionen. Kan en virksomhed ikke få tilført ny likviditet, på grund af at den ikke kan opfylde kravene eller fordi renten er for høj til at betale, vil dette gøre at den sænker forventningerne til den fremtidige produktion, og vil dermed være nødsaget til at sænke produktionen. Virksomheden kan være nødsaget til, at sænke de løbende omkostninger i forbindelse med dette scenarie, hvoraf en kan være bemanningen. Hvis flere virksomheder oplever, at bankerne ikke ønsker at stille udlån til rådighed for dem, vil flere af dem være nødsaget til at sænke deres omkostninger, eller sænke deres produktion, for på den måde at prøve at overleve. Man vil herved opleve, at virksomhederne begynder at afskedige medarbejdere eller beder dem om at gå ned i løn. Når medarbejderne er blevet afskediget eller gået ned i løn, vil de have færre penge til forbrug. Dette vil igen have betydning for virksomheden, som oplever et fald i deres omsætning, og vil igen betyde, at virksomhederne på grund af den faldende indtægt, får svært ved at betale dens gæld tilbage til den finansielle sektor, som den lånte før renten eller kravene steg, i den finansielle sektor. Når bankerne oplever, at flere og flere virksomheder og husholdninger får svært ved, at betale deres gæld tilbage, f.eks. på grund af konkurs eller fyring, vil de opleve at de selv kommer under pres.

Flere virksomheder går måske endda konkurs, på grund af den manglede tilførsel af likviditet, og derved mister endnu flere jobbet. Dermed er der er endnu færre penge til forbrug, bankerne kan miste penge og komme under yderligere pres. Hvis der er færre forbrugere, vil flere virksomheder indenfor andre sektorer, måske også begynde, at mærke til nedgangen i forbruget og faldende udlån. Herved kan flere virksomheder kommer under pres og er nødt til at dreje nøglen om, da de ikke har råd til, at blive ved med at forsætte.

Dette vil betyde, at bankerne kommer til at lide endnu større tab, og i en sådan situation er enten staten eller nationalbanken nødt til at træde til, således at man ikke oplever for ”mange” bankkonkurser, da dette kan ryste hele systemet og skabe en udbredte pessimisme, samt yderligere nedgang. Hvis bankerne begynder at gå konkurs, vil kravene til udlån eller renten stige, og dette vil betyde, at virksomhederne sænker deres forventninger yderligere til den fremtidige samlede efterspørgsel og profit, da de nu slet ikke kan, hverken blive godkendt til

et lån eller har råd til at betale den uhyre høje rente, vil dette have en negativ effekt på den effektive efterspørgsel, som er bestemmende for beskæftigelsen i dette system. Træder staten eller nationalbanken ikke til og prøver at afværge denne uheldige situation, vil flere og flere bukke under i dette system og flere og flere vil miste deres job. Dette vil få konsekvenser, for endnu flere i systemet, idet at det nu også kan ramme de offentlige ydelser.

Vælger nationalbanken at gå ind og agere ”lender of the last resort”, vil den kunne tilføre ny likviditet til den finansielle sektor, og dermed opfordre bankerne til igen at begynde at låne penge ud til virksomhederne. Virksomhederne vil ved den nemmere tilgang til udlån, kunne gennemføre ny nødvendige investeringer, og dette vil alt andet lige gøre at de hæve deres forventninger til fremtiden, hvilket vil betyde at de med tiden begynde at ansætte flere eller sætter de nedsatte lønninger op igen.

Men også staten kan spille en central rolle i, at få vendt situationen, mens nationalbanken tilfører likviditet, kan staten lave en række offentlige investeringer, som vil være med til, at fremskynde at flere personer hurtigere kommer i job, og får en lønindtægt igen. En sådan investering kunne være, at bygge en bro eller et sygehus, her ville man skulle ansætte en række mennesker over en længere årrække. De kan også lave en række politiske tiltag i forhold til virksomhederne, således at virksomhederne hurtigere ansætter nye medarbejdere. Et sådan tiltag kunne f.eks. være at øge løntilskuddet eller forlænge løntilskuddet, til nyansatte. Således kan staten altså også være med til, at påvirke den effektive efterspørgsel i den rigtige retning. Jo flere der kommer i arbejde jo flere vil forbruge og betale skat.

Situationen i udlandet kan også ændre sig igen og efterspørgslen på systemets varer og serviceydelser vil hermed stige, dette vil betyde at samfundet igen får flere i arbejde og dermed flere til at forbruge. Hele systemet er her forbundet og giver et godt billede af, hvad der sker i den virkelige verden. Systemet giver også et overblik over, hvordan de forskellige ”kasser” kan påvirke hinanden enten i en positiv retning.

En økonomisk/finansiell krise kan derfor i dette system både ske fordi virksomhederne sænker deres forventninger til deres samlede efterspørgsel og profit, f.eks. på grund af mindsket efterspørgsel fra udlandet eller indlandet, hvilket gør at nogle af virksomhederne kommer under pres og er nødt til at dreje nøglen om, hvis de ikke kan låne penge, eller hvis renten er alt for høj, eller hvis den finansielle sektor sænker udlånsmulighederne i forhold til virksomhederne. Det går altså begge veje i dette system.

Den finansielle krises globale udvikling

Den teoretiske fremstilling af effektiv efterspørgsel, syntes vi suppleres godt, af en empirisk gennemgang af udviklingen i den finansielle krise, på globalt plan. Denne udvikling beskrives bedst, ved en fremstilling af det amerikanske forløb, og illustrerer godt, hvordan et marked eller en sektor, påvirkes af adskillige forhold, og ikke kun er udbuds og efterspørgselsbestemt. Den aktuelle krise, illustrerer bedre end noget andet, hvordan det er et samspil mellem markeds- og konkurrenceforhold, institutionelle forhold, historiske forhold og ikke mindst menneskelige forhold, der bestemmer udviklingen i økonomien.

På opfordring af Jakob Brøchner læste vi et workingpaper af Franklin Allen og Elena Carletti, som de har skrevet i samarbejde med Chiles centralbank. Artiklen hedder ”The Global

Financial Crisis". I denne argumenterer de for, at den finansielle krise har været under vejs længe, og derfor heller ikke burde komme som et chok for alle. Vi fandt dette workingpaper utroligt brugbart, både deres måde at analysere på og de konklusioner de når til.

Selv om krisen ifølge dem ikke burde være kommet bag på nogle, var der ikke desto mindre mange økonomerne som blev overraskede, da den finansielle krise startede i sommeren 2007. Hvad der, til at startede med, kun så ud til at være et problem i det amerikanske boligudlåns marked, eskalerede hurtigt og spredte sig som ringe i vandet, først til de finansielle markeder og senere til realøkonomien. Hele det finansielle landskab ændrede sig hurtigt over hele verden og omkostningerne ved denne krise, er endnu ikke endeligt opgjort. De to forfattere forklarer, at grunden til, at de har lavet dette working paper er, at se på årsagen og konsekvenserne af den finansielle krise, ligesom det er vigtigt at belyse hvorledes det finansielle system verden over må reformeres i forhold til den situation som de finansielle institutioner er i efter den finansielle krise. De ønsker lige som Minsky også, at der skal reguleres inden for det finansielle system. Mange finansielle kriser starter med bobler enten på boligmarkedet, kredittilførslen eller på de finansielle aktiver som aktier, ifølge dem. De mener, at frøene til den nuværende finansielle krise skal henføres til it-boblens kollaps i starten af 2000'erne, hvor mange centralbanker verden over sænkede renten og ikke mindst Asiens hungeren efter gældsværdipapirer (debt securities). De to forfattere mener, at disse faktorer har været medvirkende til, at mange banker fik en mere afslappet adfærd til kreditgivning. Denne afslappethed kan derfor også have været brændstoffet, til den drastiske stigning i boligpriserne i USA og andre vestlige lande, såsom England, Spanien og Danmark.¹¹

Helt tilbage i 2006 bristede boligboblen i USA og andre lande, da huspriserne igen begyndte at falde. Da huspriserne begyndte at falde, medførte det samtidig et fald i prisen på de "sikrede subprime lån" (securitized subprime mortgage), hvilket påvirkede de finansielle markeder verden over. I august 2007 oplevede mange centralbanker at deres interbankmarked kom under pres, og mange af centralbankerne var nødsaget til, at tilfører store mængder af likviditet til banksektoren. I efteråret 2007 fortsatte prisen på subprime lånene (subprime securitizations) med at falde og mange finansielle institutioner begyndte at komme under press. I september 2008 kom de to statsstøttede "realkreditinstitutter" Fanny Mae og Freddie Mac ind under *the federal conservatorship*, en slags bevaringsprogram for de kriseramte finansielle institutioner, og alt virkede godt igen. Men i marts 2008 var The Federal Reserve nødsaget til at redde Bear Stearns fra fallit, ved at sørge for en fusion med J.P. Morgan, der stillede krav om garanti og offentlig kapital, for at gå med til en sådan fusion.

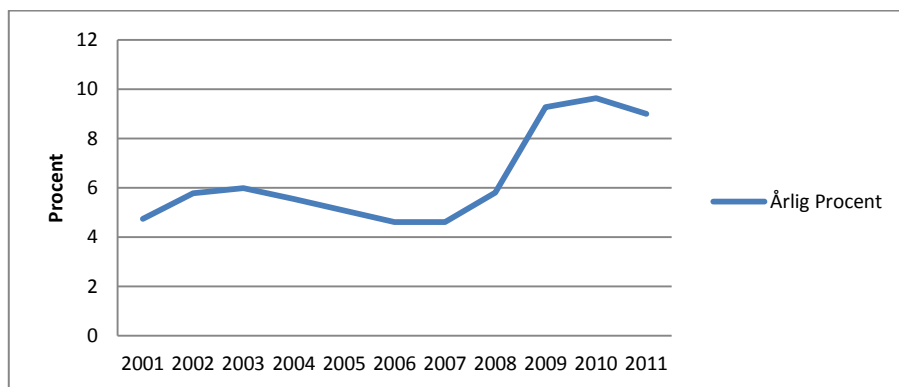
På trods af, at den finansielle sektor og bankerne led enormt i denne tid, var realøkonomien næste uberørt af det postyr som var i den finansielle sektor. Men dette skulle vise, at forandre sig den 15. september 2008, da hverken finansministeriet eller den monetære myndighed, formåede, at finde en ny køber til den konkursramte Lehmann Brother bank, som det havde været tilfældet, med Merrill Lynch (samme dag som man ikke kunne finde en til Lehmann Brother Bank) og Bear Stearns i maj 2008. Staten havde derfor kun to muligheder; enten skulle de lade banken falde eller også skulle den nationaliseres, og staten valgte den første løsning. Beslutningen om, at lade Lehmann Brothers gå konkurs, sendte chokbølger igennem hele den finansielle sektor, hvor ingen kunne føle sig sikker mere. De finansielle markeder og aktiemarkederne nærmest frøs, ved udmeldingen om Lehman Brothers konkursbegæring.

¹¹ The Global Financial Crisis by Franklin Allen and Elena Carletti May 2010

Dette betød at tillid mellem bankerne for alvor var brudt, og ingen ønskede at låne penge ud til hinanden mere. Ingen følte længere, at kunne stole på, om den anden part også var på konkursens rand, og turde derfor ikke løbe risikoen. Dette betød at Fed mistede kontrollen over interbank renten, som de ellers havde opretholdt siden 2007. Ingen banker kunne mere vide sig sikre på, at centralbankerne ville redde dem fra konkurs, og dette skabte en enorm usikkerhed og mistillid bankerne imellem. Den økonomiske aktivitet faldt i mange lande og især i USA, i det første kvartal af 2009, på grund af uroen i den finansielle sektor.

Oveni den negative udvikling i den finansielle sektor, fulgte der i mange lande en stigning i arbejdsløsheden. I figur 4 ses, hvordan den amerikanske arbejdsløshedsrate påvirkes af den finansielle uro. Ledigheden vokser fra ca. 5 % i 2007 og til næsten 10 % i 2010 og stiger mere end 3 % i perioden fra 2008 til 2009.

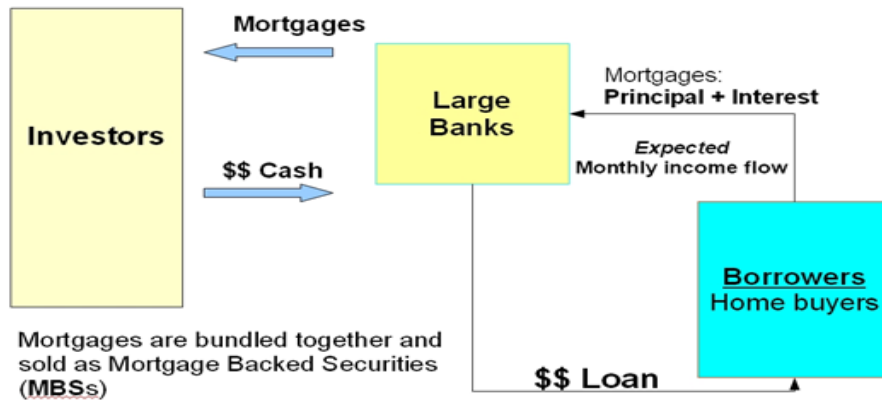
Figur 3 - Arbejdsløshedsrate for USA¹²



Inden den finansielle krise startede, ja faktisk inden optursperioden egentlig kom i gang, var bankerne meget varsomme med hvem de lånte penge ud til. Bankerne lånte ”kun” penge ud til dem som de fandt kreditværdige, fordi de ikke ønskede at komme i klemme, ved at have en række af dårlige betalere. Men som tiden gik ændrede den adfærd sig i bankerne, dette skyldtes at i stedet for skabe udlån til hus (mortgage) og holde disse indtil deres forfalds dato, begyndte bankerne at skabe udlån og sælge disse videre som værdipapirer (securities). Dette blev kendt som modellen ”skab og omdel” udlån, eller som den hed på engelsk ”The Originate and Distribute Model of Banking”, også beskrevet i figur 5.

¹² <http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000> (Bureau of Labor Statistic Data)

Figur 4 – Originate and Distribute Model of Banking¹³



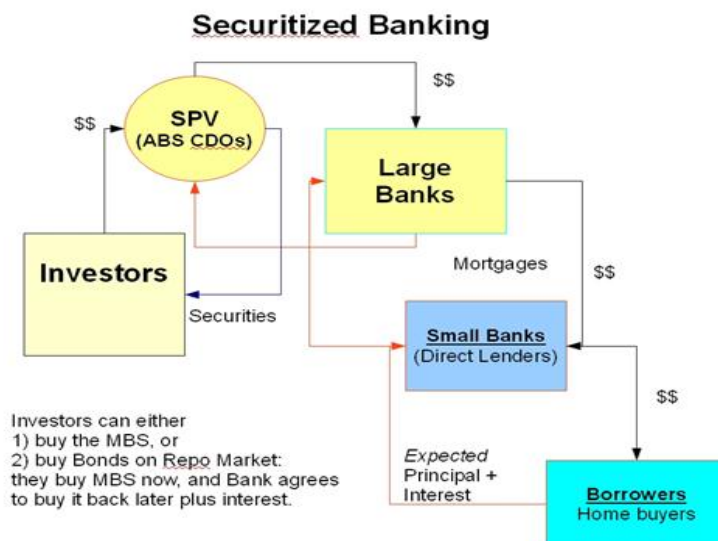
I modellen (figur 4) kan man se, hvordan en person optager et huslån i en bank, hvorefter banken sælger dette huslån, sammen med en række andre huslån, som det der betegnes Mortgage Backed Security, altså en obligationsserie, bestående af flere huslån, til en investor, som får en rente på den obligation han køber, samt et afdrag eller flere afdrag på et bestemt tidspunkt eller tidspunkter. Når investoren har købt obligationen får banken pengene og låntageren kan dermed købe et hus og begynde at betale en ydelse på dette. Denne model fungerer ligesom den danske model.

Ved den nye model, blev bankerne ikke berørt af de låntagere, som ikke kunne betale deres gæld tilbage inden forfaldsdatoen, idet de ikke "ejede" dette udlån mere, men havde solgt det videre som et værdipapir med sikkerhed i, til en tredje part. Men modellen udviklede sig, og her kommer investeringsbankerne ind i billedet. Da bankerne nu blev betalt ud fra, hvor mange lån de skabte, og ikke ud fra hvordan disse udlån udartede sig i forhold til tilbagebetalingerne, fik bankerne nu et incitament til, at skabe så mange udlån (mortgage) som muligt. Investeringsbankerne ville poole (sammensætte) en masse udlån sammen fra alle mulige steder i landet og ville på den måde kunne variere mellem de forskellige udlån og dermed også risikoen. De ville så yderligere opsplitte (tranche) disse poolerede værdipapirer således at risikoen yderligere blev spredt. De opsplittede poolerede værdipapirer, blev opdelt i en række grader, hvor de som købte "junior" værdipapirerne, ville være dem, som løb den største risiko, og de som købte "senior" værdipapirerne ville løbe en mindre risiko, endelig var der de "most senior", som var de sikreste og ansås for at være næsten risikofrie.

Det var netop denne ændring i bankernes adfærd, som var medvirkende til, at krisen startede idet bankerne nu blev mindre opmærksomme på hvem de lånte penge ud til, og da der kom flere og flere dårlige betalere ind i disse opsplittede poolerede værdipapirer, steg risikoen yderligere for dem som valgte at købe et sådant værdipapir/obligation.

¹³ <https://sites.google.com/site/sociologysystemsresearch/home/economic-crisis/secured-banking>

Figur 5 – Securitized Banking¹⁴



Figur 6 viser, at man nu kunne gå ned i sin lokale bank og søge om at realkredit lån. Når der er sagt god for lånetager, ville banken udstede en obligation til låntager, denne sælger banken videre til en større bank, for at gøre det simpelt for låntager. Den større bank, vil så sælge denne obligation videre til en investeringsbank som vil poole den med andre huslån og andre typer lån, f.eks. billån, studielån, forbrugslån osv. og opsplitte dem, herefter er der skabt en ny obligation en såkaldt CDO (collateralized debt obligation). Denne CDO vil så blive ratet, dvs. at obligationen får en karakter for hvor høj risiko der er ved den, og hvor høj renten herpå skal være. Disse sælges videre til en investor, og investorens penge sendes videre til investeringsbanken, og igen til den store bank, videre til den lokale banke, for til sidst at ende ved ham som tog et lån, og han får herved penge til at købe et hus.

Efter Lehman Brothers kollaps oplevede den globale realøkonomi en kraftig nedgang, produktionen faldt i mange lande, hvilket fik BNP til at falde og arbejdsløsheden begyndte at stige drastisk i nogle lande. Mange havde svært ved at forestille sig, at denne krise var forårsaget af incitament problemer i de amerikanske realkreditinstitutter.

De to forfattere argumentere for, at der var to hovedårsager til, at boblen i huspriserne kunne forekomme. For det første, var den amerikanske rente fra centralbanken rekord lav, og havde været det siden 2003, og for det andet, var der en enorm ubalance på det globale marked. Denne ubalance startede helt tilbage i 1997 med Asien krisen, hvor mange asiatiske lande oplevede, at deres økonomi kom i alvorlige vanskeligheder. Et eksempel herpå er Sydkorea hvis økonomiske problemer startede med, at banker og virksomheder havde optaget for store lån i udenlandsk valuta. Dette viste sig, at give landet store økonomiske problemer, og derfor var Sydkorea nødsaget til at søge hjælp hos International Monetary Fund (IMF). For at hjælpe Sydkorea ville IMF have noget til gengæld, og de krævede, at Sydkorea satte deres rente op og skar ned for det offentlige forbrug. Hvilket er de totalt modsatte af hvad EU og USA har gjort under denne krise, de har til gengæld sænket renten adskillige gange.

¹⁴ <https://sites.google.com/site/sociologysystemsresearch/home/economic-crisis/secritized-banking>

Da boblen kollapsede oplevede hele den globale økonomi en nedadgående tendens i økonomien, grunden til dette skal formentlig findes i, at folk havde taget forkerte beslutninger, ud fra det grundlag, at de troede at aktiv-prisen, på f.eks. aktier og huspriser ville fortsætte med at stige i det uendelige. Dette kunne især observeres ud fra, at folks opsparing begyndte at falde, hvilket fik hele den aggregerede opsparing i samfundet til at falde. Folk ønskede i højere grad at investere i et hus eller i aktier, frem for at sætte penge ind på kontoen, til dårligere tider. Man oplevede også i højere grad i mange lande, at folk begyndte at optage lån til at finansiere deres forbrug. Denne adfærd fik mange aktier til at stige til en værdi som var urealistisk, i forhold til hvad den ”faktisk” var værd. Man oplevede også i 2009 at aktierne begyndte at fluktuere voldsomt, hvilket gjorde det svært for folk at vurdere hvad deres aktie ville være værd i det lange løb, selvfølgelig er det altid svært at vurdere en akties værdi, 10 år ud i fremtiden, men det gør det endnu svære når aktierne den ene dag er i plus og den næste dag er i minus.

Ikke nok med at huspriserne og aktierne begyndte at fluktuere, så gjorde prisen på mange varer det også, her kan oliepriserne især nævnes. I sommeren 2008 var prisen for en tønde olie helt oppe på \$147 mens den nogle måneder efter var helt nede i \$40 pr. tønde. Den samme tendens kunne man også finde i valutakurserne kloden rundt, som kørte op og ned og var ekstremt ustabile. Denne enorme usikkerhed man kunne se på det globale marked, i forhold til værdien på en aktie, prisen på en valuta og ikke mindst olieprisen, fik nærmest økonomien til at gå i stå, da folk ikke vidste om det var sikkert at investere i aktier, eller om det ville være klogt at købe en ny bil. Prisen kunne falde drastisk efter blot nogle måneder, eller bilen kunne blive for dyr at køre i.

Den amerikanske finansielle service industri er den mest regulerede af alle økonomier i verden, med bl.a. U.S. Federal Reserve, the Office of the Comptroller of the Currency (OCC), the Securities and Exchange Commission (SEC), the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) og en række andre institutioner som alle står for at regulere den finansielle sektor. På trods af dette kæmpe regulerings apparat, kom krisen 2007 stadig bag på mange af de regulatorer som stod for netop reguleringen i denne sektor.¹⁵ Men hvordan kan det komme bag på regulatorerne, at en krise vil opstå når deres job netop er at sørge for at der ingen ustabilitet forekommer inden for denne sektor. Allen og Carletti giver flere forklaringer på dette, de siger at for første skal man forstå, at den måde, hvorpå den amerikanske banksektor bliver reguleret, er meget anderledes end andre former for regulering. Inden for banksektoren var der inden krisen, ingen stor enighed om, at der var et problem i sektoren. Dette skyldes, at mange centralbanker verden over, arbejdede med dynamiske stokastiske ligevægtsmodeller, som ikke engang havde banksektoren inkluderet. Problemet med denne model er, at den bygger på en antagelse om, at så længe realøkonomien kører fint, så er der ingen grund til, at ændre på noget, kun prisfastsættelserne af aktiverne er vigtige og den finansielle sektor er dermed uden betydning, da denne ikke påvirker realøkonomien. De to forfattere, er af den overbevisning, at de regulerende bank institutioner ikke er meget værd, når de ikke gør noget for at løse de eventuelle fejl, som kunne opstå i denne finansielle sektor.

¹⁵ Allen & Carletti (2010), side 7

De to forfattere giver et bud på hvordan man kan konstruere en effektiv regulering i banksektoren. Dette skal ske ved, at man først og fremmest kender fordelene og ulemperne ved at regulere. Fordelene ved at regulere er, at dette kan medføre, at man kan imødekomme kriser, som den vi netop har set. Ulemperne ved at regulere er, at den finansielle sektor er nødsaget til at stoppe den effektive fordeling af ressourcerne således, at væksten og de innovative tiltag falder. De to forfattere argumentere for at der er tre væsentlige markedsfejl inden for banksektoren, som man bør være opmærksom på, dette er

- 1) en ikke tilstrækkelig mængde af likviditet
- 2) vedvarende fejlprisfastsættelse af aktiver og
- 3) contagion (er et udtryk for en situation, hvor et lille chok, til at starte med, kun rammer en lille del af de finansielle institutioner, eller en speciel region i økonomien, for herefter at sprede sig til resten af den finansielle sektor, eller andre landes finansielle sektor).

De to forfatter siger, at den nuværende krise har været et godt eksempel på, at det finansielle marked til tider ikke har været i stand til, at levere den mængde likviditet, som har været efterspurgt. Dette er også grunden til at centralbankerne op til flere gange har været nødsaget til at træde til og sørge for, at der blev tilført den likviditet, som blev efterspurgt i den finansielle sektor, således at man ikke oplevede unødvendige konkurser af bankerne.

Den anden markedsfejl, som kan opstå inden for den finansielle sektor, er en ikke korrekt prisfastsættelse af aktiver, som huspriser og aktier. Det helt store problem tilbage i 2007 var at forstå, hvordan prisen var blevet sat på de mortgage-backed securities eller CDO's som de også blev kaldt. Hvis markedet er lige så effektivt, som den neoklassiske skole tilsiger det at være, så vil markedsprisen på et gode eller et aktiv altid reflektere den sande værdi på det underliggende gode eller aktiv. Hvis en aktie bliver prisfastsat under dets "sande værdi", så vil der for køberen af denne aktie være en profitmulighed. I den neoklassiske ligevægtsmodel, vil denne fejlprisfastsættelse blive opdaget og prisen på den pågældende aktie, vil vende tilbage til dets normale niveau. Men denne neoklassiske mekaniske, som er i deres model, var tilsyneladende ikke til, at finde i 2007 da krisen startede, idet der var et utal af arbitrage muligheder. Et eksempel herpå vil være prisen på de mortgage-backed securities eller CDO's som i efteråret 2007 begyndte at falde, dette fik mange investorer til at købe dobbelt så mange CDO's, fordi de var overbeviste om, at værdien snart ville stige igen. Det viste sig dog, ikke at holde stik, og mange investorer mistede store summer af penge, derfor fik disse CDO's også tilnavnet "toxic asset" af investorerne.

Den tredje markedsfejl som de to forfattere kommentere er contagion, og det er også denne fejl som centralbanken ofte benytte sig af, når de skal forsvare en intervention. Det var også det argument de benyttede, da Fed valgte at redde Bear Stearn fra at gå fallit. Havde de ikke hjulpet Bear Stearn, ville dette have sendt chokbølger igennem hele den amerikanske finansielle sektor, og måske have ført til yderligere konkurser af andre institutioner inden for denne sektor. Men sådan gik det heldigvis ikke i denne omgang og Bear Stearn overlevede og man oplevede derved ikke, at der var andre som kom ud af kurs. Men da Lehman Brothers, 6 måneder efter Bear Stearns problemer, kom i modvind, havde Fed en anden ide med hvad de skulle gøre. De troede nemlig ikke, at netop denne bank, ville sende en chokbølge igennem hele den finansielle sektor, hvis de lod denne gå konkurs. Faktisk var den monetære myndighed af den overbevisning, at hvis de lod Lehman Brothers gå konkurs, så ville det være med til, at skabe ro på markedet. Det kan godt lyde absurd, at man er af den overbevisning at markedet, vil blive stilnet, hvis man lader en så stor bank gå konkurs, men når man som

økonom tror på, at markeds kræfterne selv kan klare ærterne frem for, at man laver reguleringer og reformer, så er det måske ikke så underligt, og det var netop denne ideologi som mange økonomer havde i Fed og Treasury. Ledelsen fra Lehman Brothers advarede mod, at lade banken gå konkurs og sagde, at det ville få katastrofale konsekvenser for, ikke kun den amerikanske finansielle sektor, men også den europæiske finansielle sektor, i det Lehman Brothers også havde banker i andre lande end USA, herunder bl.a. London hvor bankerne blev lukket omgående efter konkursen. Efter Lehman Brothers konkurs var Reserve Capital, verdens ældste pengemarked fond (en virksomhed som investere i kortsigtet gæld (securities)) ved at gå konkurs, idet de havde en betydelig del af Lehman Brothers gæld. Dette fik Reserve Capital's aktier til at styrtdykke, til en dollar per aktie. Investorer i pengemarkedet fik straks øjnene op for, at dette kunne være et fænomen, som ikke kun ville ramme hele pengemarkedet og ikke kun Lehman Brothers. Nogle dage efter Lehman Brothers konkurs var regeringen presset til, at stille garantier for alle de penge som pengemarkeds fondene havde investeret i dem. Samtidig med alt dette stod verdens største forsikringsselskab AIG til at kollapse, efter at de havde opkøbt en enorm mængde CDO's i håb om, at øge deres profit. Fed og regeringen blev enige om, at de ikke turde lade endnu et stort selskab konkurs, og valgte derfor at redde AIG.

De to forfattere er enige om, at havde de amerikanske reguleringsinstitutioner, rent faktisk reguleret de finansielle markeder, frem for blot at se til, mens markeds kræfterne blev sluppet løs, så havde man højt sandsynligt ikke befundet sig i verdenshistoriens største finansielle krise. Især prisfastsættelsen på aktiver burde havde været reguleret, således at boligpriserne aldrig var stormet i vejret. Derudover burde der også havde været regulering, i forbindelse med udlån. I det hele taget giver de to forfattere dumpekarakter til det amerikanske reguleringssystem, og ikke mindst til de personer som sad i den amerikanske regering og i Fed. Disse mennesker lavede derimod deregulering på mange områder – her kan bl.a. nævnes, at der skete en deregulering i forhold til, hvad gearingen skulle være i bankerne, med hensyn til udlån, især i perioden 2000-2007.

Den finansielle krise har ofte været sammenlignet med krisen i 30'erne, men der er en masse faktorer, som gør sig gældende i denne forbindelse, og derfor kan der ikke trækkes en direkte parallel til denne. Ikke mindst har den teknologiske udvikling været væsentlig, men også de institutionelle rammer har ændret sig enormt, gennem de sidste 75 år. Den finansielle sektor har også rykket sig markant siden 30'erne, hvilket også vil komplicere en direkte sammenligning mellem de to kriser, dog er der mange psykologiske faktorer, som går igen imellem de to. En sammenlignelig krise fra nyere tid er krisen i Japan i 1990'erne, grunden til dette er, at Japan har verdens anden største økonomi og havde i 1990'erne både bobler i aktiepriserne og i jordpriserne. I midten af 80'erne lå Nikkei, som er det japanske aktieindeks, på omkring 10.000 og det toppede på lidt under 40.000. For nylig har Nikkei ligget på mellem 7.000 og 10.000, hvilket er meget under det niveau, som man var gældende, for bare 20 år siden.

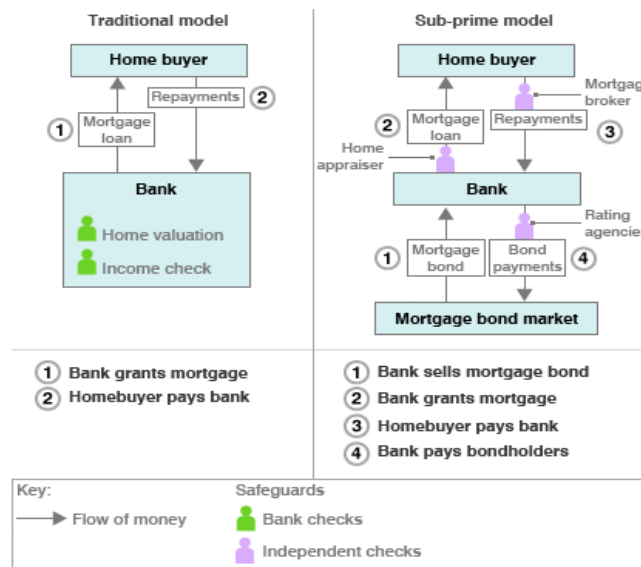
Da jordpriserne toppede, var værdien for de få hektarer, som Imperial Palace ligger på i Japan, den samme som hele Canada eller hele Californien. Ejendomspriserne faldt med 75 % over 15 år, og det enorme fald i ejendomspriserne, skabte store problemer i realøkonomien. Samtidig gik Japan fra, at være det land som havde den hurtigste vækst i verden, til at have en af de langsomste. Spørgsmålet som rejser sig i denne forbindelse er, om subprimelånenes

bobles brist i USA, vil fremkalde de samme følger som i Japan, eller om disse vil udvikle sig anderledes. Nogle eksperter argumenterer for, at boblen i USA var mindre end i Japan, når det gælder priserne på aktiver og ejendomspriser. Mange eksperter er også overbeviste om, at priserne vil nå op på det niveau det var før den finansielle krise, hvis regeringen vel og mærket for ”ryddet op” i den finansielle sektor. Det er ikke sikkert at USA reagerer på samme måde som Japan, da Japan har en meget anderledes økonomi i forhold til virksomhedsstyring end USA. I Japan er man meget mere opmærksomme på medarbejderne i forbindelse med en økonomisk krise end man er med udbyttet. Det betyder at virksomhederne i Japan hellere vil skære i udbyttet end at afskedige medarbejdere, hvilket netop er det modsatte i USA og også England. Men i den nuværende krise er den amerikanske realøkonomi blevet ramt, hvilket har betydet at de amerikanske virksomheder både har været nødsaget til at afskedige medarbejder, fordi de ville opretholde deres udbytte, og senere fordi deres udbytte blev lavere end forventet. Den amerikanske arbejdsløshed lå på 4,7 % i juli 2007 mens den i slutningen af 2009 var steget til omkring 10 %. Arbejdsløsheden i USA har medført katastrofale makroøkonomiske konsekvenser, idet de amerikanske forbrugere har sænket deres forbrug drastisk. Dette har betydet, at mange af de amerikanske virksomheder, som havde fabriker i bl.a. Kina, har skåret voldsomt ned for deres produktion, eller måske er gået konkurs. For Kina har dette betydet, at 100.000 arbejdere har mistet deres job.

Regulering af den finansielle sektor har i USA, inden krisen, været næsten ikke eksisterende. Hverken Allan Greenspan, som var og er nationalbankdirektør, eller Henry Merritt Paulson jr. Der også er kendt som Hank Paulson, (tidligere finansminister under Bush administrationen og tidligere direktør for Goldman Sachs) var næsten lodret imod regulering af den finansielle sektor. Derfor indførte disse to i samarbejde med en række andre, også dereguleringer af f.eks. CDO's og bankernes gearing. Grunden til, at de valgte at lave dereguleringer på CDO's var, at rating selskaberne havde givet næsten alle disse CDO's fra de store banker AAA rating. Denne rating betød, at de blev opfattet som varende risikofrie, og havde i realiteten samme rating som statsobligationer.¹⁶ Da reguleringen var mere eller mindre fraværende, begyndte mange banker, at tage en større risiko med udlån til deres kunder, og da det ikke længere var bankerne som stod med gælden alene, men derimod de investorer som havde købt CDO's gennem investeringsbankerne, var der næsten ingen grænser for, hvor stor en risiko bankerne var villige til at løbe, i forbindelse med udlån. Nedenfor ses en model for hvorledes den traditionelle udlånsmodel så ud, og ved siden af denne, er en simple model over, hvorledes markedet ændrede sig efter USA's centralbanks dereguleringer.

¹⁶ Inside job

Figur 6 – The new model of mortgage lending¹⁷



Det amerikanske system har i de seneste år, oplevet en deregulering af de finansielle markeder, som har medført en række innovative tiltag inden for bl.a. udlån, samtidig med at udlånsrenten været historisk lav. Denne udvikling har medført, har medført at det blev nemmere og også billigere, at optage lån. For virksomhederne har det resulteret i en positiv udvikling, da det pludselig var lettere, at finansiere produktion og investeringer. Dette har medført, at de formegentlig har opjusteret deres forventninger til den samlede efterspørgsel, og dermed også til den samlede profit.

I forhold til teorien om effektiv efterspørgsel, viser den empiriske udvikling, at adgangen til kredit, er bestemmende for den samlede efterspørgsel, og dermed også for den samlede profit. Dermed vil den effektive efterspørgsel også stige. Det vigtigste at forstå, ved teorien om effektiv efterspørgsel er, at der er tale om et samspil mellem de forskellige faktorer og, at der ikke sker ændringer på ét marked, uden, at det også påvirker de andre markeder, i det makroøkonomiske landskab. Den globale finansielle krise illustrerer da også, at alle makromarkeder, over hele verden, på en eller anden måde er forbundne, og vil i forskellig udstrækning påvirke hinanden. Fælles for alle makromarkeder er, at de er forbundne igennem finansielle midler.

Bounded rationality

Mange økonomer håber på, at de kan blive i stand til at måle og veje, hvad der nu kan måles og vejes inden for økonomien, på den bedst mulige måde, lige som det er tilfældet inden for den naturvidenskabelige verden. Men økonomi er i bund og grund en videnskab, hvor vi studerer menneskers adfærd inden for et socialt givet system, og dette kan næppe måles og vejes. I dette system er de subjektive meninger og politiske beslutninger givet, hvilket heller ikke gør dette system særligt virkelighedsnært, men til gengæld er disse nemmere at arbejde

¹⁷ BBC News (<http://www.bbc.co.uk/news/>)

med inden for de økonomiske modeller og formler. Den økonomiske adfærd kan og bør ikke modelleres, som en mekanisk og deterministisk maskine, der opfører sig efter givne lovmæssigheder.¹⁸ En sådan model vil være brugervenlig i forhold til at bestemme agenternes adfærd i et teoretisk henseende, men ville have svært ved, at afspejle virkelighedens realisme.

Ifølge Herbert Simon, er vi som økonomer ofte mere interesserede i resultatet ved det rationelle valg, end vi er i processen for hvorledes, vi opnår det rationelle valg. Økonomi er også et studie, hvori man undersøger økonomisk ligevægt og uligevægt, derfor mener postkeynesianerne også, at det er vigtigt, at få et større kendskab til netop disse valgprocesser, da disse formentlig kan gøre indflydelse på, i hvilken retning økonomien bevæger sig og om den befinder sig i ligevægt eller ej.¹⁹

Herbert Simon var ikke uenig med neoklassikerne i, at økonomiske agenter handler rationelt, men i stedet for, at benytte den økonomiske definition, som han mente havde begrænset økonomerne, og gjort at de økonomiske modeller var rykket længere væk fra virkeligheden, så valgt han, at benytte den almene betydning af begrebet rationalitet; her referere rationalitet til fornuften ved de menneskelige handlinger, meninger og planer. Inden for denne definition udelukker man ikke at menneskets handlinger kan være inkonsistente, altså at der ikke nødvendigvis behøver, at være en fuldstændig sammenhæng og stabilitet i de handlinger man foretager sig. Det er vel også det der kendetegner den menneskelige adfærd, at den netop er uforudsigelig, og kan påvirkes i forskellige retninger, alt efter hvad man som menneske hører og ser. Simon mener, at man som økonomisk agent, i den virkelige verden, sagtens kan være rationel, hvis man ser på begrebet i forhold til fornuft, en handling kan jo godt være fornuftig uden at den er optimerende eller baseret på fuld information. Derfor mener Duncan K. Foley og Herbert Simon, at vi kun kan være ”begrænset rationelle” eller ”procedural rationelle”.

Simon påpeger, at der især er begrænsninger ved den måde, hvorpå man som agent kan erhverve sig den nødvendige information, den ofte er imperfekt og også så omfattende, at det er umuligt for et individ at overskue. I den virkelige verden agerer agenterne under nogle vilkår, som gør dem mindre optimerende end dem vi kender inden for den generelle økonomiske teori. De menneskelige beslutningstagere er ofte af en ikke optimerende karakter, dette skyldes at de ofte kun opstiller få alternativer imod hinanden, frem for at finde det bedste på markedet. Ofte vælger de blot det første alternativ, da det synes at være ”godt nok”, og her ved tilfredsstilles de ved dette valg, påpeger Simon.²⁰

Ifølge Simon er begrebet ”bounded rationality” karakteriseret ved to centrale begreber; *søgen* og *tilfredsstillelse*. Hvis agenten, til at starte med, ikke har nogle alternativer i forhold til hans valg, må han ud og finde disse alternativer. Inden han starter sin søgen, har han formet en slags ”stræben” om, hvor godt det alternativ han vælger, skal være. Når han så finder et alternativ som lever op til hans ”stræben”, vil han vælge dette og blive stillet tilfreds ved dette valg. Mange (vigtige) økonomiske beslutninger træffes under usikkerhed, på baggrund af de forventninger vi har til fremtiden, og på baggrund af en til tider meget begrænset information. Simon opfordrer økonomer til at erkende at virkeligheden er kompleks, og derfor er de valg vi tager også yderst komplekse til tider.

¹⁸ Olesen (2006)

¹⁹ Olesen (2006)

²⁰ Olesen (2006)

Den store svaghed ved "bounded rationality" er, at det er svært at indfange og modellere denne adfærd, og den har derfor haft svært ved at få samme status, som begrebet "the rational economic man", som netop kan modelleres, og bruges til forudsige, hvad der vil ske i modellen, hvis man ændre på nogle parametre. Samtidig mener de som studerer "bounded rationality", at hvis den menneskelige hjerne ellers kunne blive stor nok til at rumme alt information i markedet, ja så ville vi være langt bedre til, at benytte denne information, og dermed kunne vælge det bedste alternativ. Men vi vil stadig trods denne antagelse sige, at den fundamentale usikkerhed, som man kan finde i markedet, er så stor, at uanset hvor stor ens hjerne blev, så ville vi stadig ikke kunne forudsige, hvordan renten f.eks. vil bevæge sig over de næste 30 år. Vi vil som mennesker f.eks. ikke vil kunne forudsige, trods vi har alt information i markedet, om nogle der kommer et terrorangreb om et år, da dette vil være en information som kun de personer som planlægger det kender til.

Vi ønsker ikke i dette projekt, at lave en model over, hvordan man kan benytte "bounded rationality" inden for modelverden, men vi ønsker at ligge vægt på netop dette begreb, fordi den neoklassiske teoris "rational economic man" og ikke mindst deres modeller fejlede i forhold til den nuværende krise. Så kan man jo diskutere, hvad der er bedst, at have et begreb som man kan benytte til at finde nogle tendenser og adfærdsforandringer med, ude i samfundet, som ikke matematisk kan modelleres, eller at have en model, hvori du kan forudsige alle alternative udfald, på nær de hændelser, som finder sted ude i den virkelige verden.

Vi vil benytte begrebet "bounded rationality" til, at finde tendenser og adfærdsændringer i forhold til empirisk data. Vi er nemlig af den tro, at selv om man ikke har en matematisk model, at komme begrebet ind i, så vil man stadig ved hjælp af dette begreb, kunne fortælle noget om de ændringer der har fundet sted og i hvilken retning disse ændringer kan føre økonomien. Vi vil dog ikke kunne give et estimat, hverken på hvor høj tabet ved den finansielle krise i kroner og øre er blevet, og ej heller et estimat over hvor mange danskere der vil blive arbejdsløse over de næste ti år. Vi vil især benytte begrebet til at sige, at hvis vi var så rationelle som "economic man" foreskriver os at være, så var vi nok ikke havnet i en global krise, på grund af nogle få personer, som blev meget griske. Men som Keynes, så smukt sagde det;

*"It is better to be roughly right than precisely wrong"*²¹

Usikkerhed

Fundamental usikkerhed er et helt afgørende element i arbejdet med Post-keynesiansk makroøkonomisk teori, og er oftest sat i forbindelse med Keynes arbejde. Begrebet fundamental usikkerhed, adskiller sig væsentligt fra sandsynlig risiko, som man normalt forbinder med neoklassisk og ny-keynesiansk økonomisk teori. I en situation der er præget af fundamental usikkerhed, er det umuligt, at beregne sandsynligheder for at en begivenhed sker, eller for mulige resultater heraf. Derfor er agenternes *confidence* det der er afgørende. Heraf stammer teorien om *Animal Spirits*.

Fundamental usikkerhed hænger også sammen med to andre begreber i Post-keynesiansk makroøkonomisk teori, nemlig historisk tid og "bounded rationality". I historisk tid kan fremtiden være forskellig fra fortiden og nutiden, og det er mindre end sandsynligt, at de

²¹ John Maynard Keynes

observationer vi gør i dag, vil gentage sig i fremtiden. Heri ligger, at man jo lærer af sine erfaringer, og derfor ikke nødvendigvis gentager sine fejltagelser.²²

I den post-keynesianske teori, må man i forbindelse med sine metodiske og teoretiske overvejelser, forholde sig til begrebet usikkerhed, som et væsentligt element.

- Individuelle beslutninger træffes under usikkerhed.
- Den makroøkonomiske virkelighed skal anskues, som en organisk helhed (the economy as a whole).
- Den dynamiske udvikling konkluderes at være uden en iboende langsigtslige vægt.
- Den historiske kontekst er medbestemmende for den makroøkonomiske udvikling.²³

Når man antager at alle beslutninger træffes under usikkerhed, menes der både i forhold til baggrunden for den enkelte beslutning og usikkerhed som konsekvenserne af denne. Usikkerhed er en vigtig del af teorien og er med til at forklare, hvorfor ikke alle agenter handler ens. Der tages individuelle beslutninger, om den daglige husholdning, på uendeligt mange forskellige grundlag, og der er stor forskel på de enkelte agenter. Usikkerhed er en del af enhver handling, der rækker ud i fremtiden og gør dermed også, at man i arbejdet med økonomi, må forholde sig til mange grader af usikkerhed.

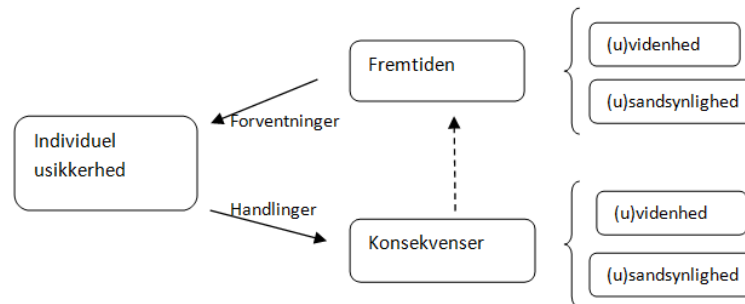
Usikkerhed spiller en stor rolle, både på mikro og makroniveau. Den makroøkonomiske usikkerhed, ses hovedsagligt hos investorer og deres *confidence*, der er en ikke målbar konsekvens af den fremtid vi simpelthen ikke kender. Ligeledes har usikkerheden stor indflydelse på husholdningernes opsparing, da der er en tendens til at spare mere op, jo større usikkerhed der er. Dette har også vist sig, som en konsekvens af den nuværende krise.

Den usikkerhed Keynes arbejder med, begrundes i det faktum, at fremtiden er ukendt. Vi er ikke i besiddelse af orakler, der er i stand til at fortælle os om fremtiden, og hermed om konsekvenserne af de beslutninger vi tager i nutiden. Der er selvfølgelig forskel på, i hvilken grad usikkerheden viser sig, og Keynes sonderer da også mellem ”uvidenhed” og ”usandsynlighed”. Uvidenhed beskriver den situation, hvor der ikke er nogen mulighed for at vide hvad der sker. Hvorimod der når man taler om usandsynlighed, er en vis fornemmelse for, hvad der kan ske i fremtiden. Der er ligeledes en væsentlig grad af usikkerhed, forbundet med de konsekvenser der er af vores handlinger, for både os selv og vores omgivelser. Disse konsekvenser er ligeledes afhængige af den usikre fremtid.

²² Lavoie (2007), side 17-18

²³ Jespersen (2007), side 147-148

Figur 7 - Den individuelle usikkerheds anatomi²⁴



I antagelsen om the economy as a whole, tilføjer man også teorien en stor portion usikkerhed. Hvis man hele tiden arbejder med dynamiske markeder, hvor det ene har indflydelse på det andet, vil man aldrig kunne lave en sikker og færdig analyse af markedet, som en helhed. Når man kommer tilbage til udgangspunktet, vil konsekvenserne for det aktuelle marked, være påvirket af de øvrige markeder i en ikke forudsigelig grad. I den post-keynesianske teori, må man hele tiden vurdere teorien i forhold til den tid man er i, og den historie der har påvirket den aktuelle tid. Med andre ord ”kontekst matters”.

At der i denne teori ikke forventes nogen iboende langsigtligvægt betyder også, at økonomisk politik får en meget mere markant rolle. Det usikre element i økonomisk politik, stammer fra de individuelle beslutninger, der ligger bag enhver politisk handling. Der er partipolitiske dagsordner, der også skal tages hensyn til og disse er ligeledes præget af en høj grad af usikkerhed, da man i økonomisk politik skal søge for at forene partipolitiske interesser og makroøkonomisk hensigtsmæssige løsninger.

Det økonomiske system er præget af, beslutninger taget under varierende grad af usikkerhed, hvilket gør det nødvendigt at arbejde med åbne og dynamiske modeller, der hele tiden må revideres i forhold til den virkelighed, der er på det pågældende tidspunkt i historien.

Animal Spirits

Vi mener set i lyset af den finansielle krise, at der er et ekstremt behov, for at få implementeret den psykologiske adfærd i den økonomiske teori og ikke mindst de økonomiske modeller. Der er ingen tvivl om at den menneskelige adfærd spiller en central rolle i forbindelse med alle økonomiske foretagender. Derfor ønsker vi også i vores speciale at lægge stor vægt på denne uforudsigelige menneskelige adfærd, da vi mener den er uhyre vigtig for at forstå udviklingen og retningen hvorpå økonomien bevæger sig.

Vi ønsker i denne opgave at benytte os af begrebet Animal Spirits, som er et begreb som dækker over den menneskelige adfærd i økonomisk sammenhænge. Animal Spirits dækker over en række psykologiske begreber, som alle sammen kan være med til at påvirke beslutningsgrundlaget i forhold til økonomiske valg. Disse psykologiske begreber er, ”confidence”, ”fairness”, korrupsion og ”bad faith”, pengeillusionen og de historier vi fortæller til hin-

²⁴ Jespersen (2007), side 149

anden, (Vi vælger her at benytte os af Akerlof og Shillers definition, idet at vi mener at den er brugbar i forhold til vores analyse, selv om vi godt ved at de to økonomer ikke tilhører den postkeynesianske skole). Vi vil ud over disse begreber også medtage James Galbraith og William Black's controlled fraud eller det andet navn det går under financial fraud. Vi vil ved hvert af begreberne gennemgå deres betydning og ikke mindst den måde, hvorpå disse Animal Spirits kan påvirke ikke kun en person, men et helt land, eller som vi har set nu her i forhold til den finansielle krise, en hel verden.

Confidence

Hele dette begreb, tager en drastisk afstand til økonomernes forståelse af begrebet rationalitet. Dette begreb er faktisk en form for modsætning til dette begreb. I den neoklassiske teori, ville man antage at f.eks. en investerings beslutning, tages på baggrund af rationel beslutning, hvortil man benytter sig af en formaliseret proces. Personen i denne beslutningsproces vil overveje alle de mulige udfald, som sådan en investering vil kunne give på baggrund af antagelsen om fuldinformation. De vil overveje alle mulighederne i forhold til en investering og vil vælge det udfald, hvor de maksimere mest muligt. Men dette er om end næppe den måde, hvorpå det faktisk sker i den virkelige verden. Ofte bygger vores beslutninger i forhold til indkøb, huskøb eller investeringsbeslutninger på en mavefornemmelse, altså om, om vi har tillid til at den beslutning vi tager i dag også er den rigtig i morgen og om nogle år. Vi har i den virkelige verden ikke fuld information, og ofte kan vi ikke få fat i den information, som vi ønsker, f.eks. i forhold til et huskøb. Der er jo ingen der ved, hvordan renten vil bevæge sig over de næste 30år eller bare de næste 5år, hvilket kunne være en rigtig god information at have i forhold til et huskøb. Vi beregner selvfølgelig, hvor vi kan i den virkelige verden, og stiller selvfølgelig også alternative muligheder op, dette sker især når det er "store" beløb det drejer sig om. Vi kan også finde et utal eksempler i historien på at confidence har ændret sig gennem tiden, nogle gange har vi stor "tillid" til fremtiden og andre gange har vi ikke.²⁵ Dette kommer ofte empirisk til udtryk ved en ændret adfærd i forbrug eller f.eks. huskøb.

Akerlof og Shiller beskriver i deres bog Animal Spirits, hvad de kalder confidence multiple, den fungerer på samme måde som Keynes multipler. Ideen med denne confidence multipler er lige, som med Keynes multipler, at denne vil have enten en positiv effekt på økonomien eller en negativ effekt på økonomien. Hvis confidence falder, vil dette resultere i at forbruget sænkes, investeringerne falder og den samlede indkomsten falder, dette vil ikke kun have en påvirkning i første periode, men også i perioden efter og efter igen, hvis ikke der ifølge Keynes, foretages et eller andet af staten, som kan være med til at få denne negative udvikling til at vende, så vil denne udvikling fortsætte. Denne negative udvikling er ofte selvforstærkende og derfor er det også vigtigt at staten allerede tidligt træder til og reagere på denne negative påvirkning på økonomien. Vi har netop oplevet at, hvad der startede med blot at være en negativ udvikling i denne finansielle sektor, har spredt sig til realøkonomien, dette kunne tyde på at den confidence, som var at finde inden for den finansielle sektor også har spredt sig til realøkonomien, folk kan i dette tilfælde, have overreageret af frygt i forhold til den krise, som var i denne finansielle sektor, hvilket derved har endt ud i den globale krise vi

²⁵ Akerlof & Shiller (2009) side 11-18

står i nu. Hvis confidence er høj i samfundet, vil dette resultere i et øget forbrug, en øget investering og en øget indkomst.

Der findes flere indeks for at måle denne confidence, en af dem er forbrugertillidsindekset, som vi benytter i Danmark, denne laves på baggrund af telefoninterviews på ca. 1500 personer i alderen mellem 16-74 år, hvor de stilles en række spørgsmål omkring den fremtidige udvikling i økonomien. Dette indeks kan give en indikator for i, hvilken retning et bredt ud-snit af befolkningssammensætningen forventer at den økonomiske udvikling vil udvikle sig. Vi vil benytte denne teori til at analysere, hvordan confidence har ændret sig i Danmark fra perioden 2000 og ind til nu, her vil vi først og fremmest benytte os af det danske forbrugertillidsindeks, men vi vil også se på ændringer i f.eks. forbrug, huskøb, samt udlånsmuligheder da disse også kan være gode indikatorer for hvor stor tillid man har til fremtiden. Ved udlån ved vi at der kan være forbundet en vis problematik, idet at vi ved at mange af bankerne lige omkring starten af 2008, blev bange for at låne penge ud, og derved næsten stoppede udlån til deres kunder, men derfor kan der jo stadigvæk været kunder som var villige til at låne penge.

Den finansielle sektor i Danmark

For at kunne undersøge den finansielle sektors rolle, i den nuværende krise, må man først og fremmest præcisere denne sektor. Det er her vigtigt, at beskrive de forskellige aktører og institutioner, for efterfølgende at være i stand til, at analysere den indflydelse disse har på den samlede økonomi. Derfor vil vi i dette afsnit, give en kort beskrivelse af den finansielle sektor, og vi vil i denne gennemgang udelukkende fokusere på den danske finansielle sektor, da det er denne vi vil fokusere på i vores analyse.

Finansielle virksomheder defineres som erhvervsvirksomheder, der specialiserer sig i, at levere finansielle ydelser i forskellig afskygning, og i herved modtager betaling af en eller anden form. En finansiell virksomhed adskiller sig fra en almindelig erhvervsvirksomhed ved, at der i denne sektor, er en langt mere omfattende lovgivning. Denne lovgivning danner rammerne for den finansielle aktivitet, ved for det første, at begrænse virksomhedernes erhvervsudøvelse og for det andet ved, at begrænse en række aktiviteter til netop denne type virksomheder, for på den måde at reducere konkurrencen fra andre virksomheder, der ikke er omfattet af de ovennævnte begrænsninger.²⁶

Al reguleret finansiell virksomhed i Danmark, er underlagt Lov om finansiell virksomhed (herefter FiL), der er en af dansk lovgivnings mest omfattende lovtekster, og indeholder i alt 438 paragraffer. Loven indeholder, foruden fællesreglerne, en række særlige regler for de enkelte institutioner i den finansielle sektor. Denne lovgivnings overholdelse, kontrolleres af finanstilsynet, som er en offentlig institution under Økonomi- og Erhvervsministeriet.²⁷

Formålet med den omfattende lovgivning på området, er at sikre såvel privatpersoner som virksomheder, der overdrager deres økonomiske midler til opbevaring eller formidling i en finansiell virksomhed, at de har mulighed for på et senere tidspunkt, at få midlerne tilbagebetalt. Hermed er de finansielle virksomheder i regelen beskyttede, mod et marked i fuldkom-

²⁶ Wendt (2006), side 26

²⁷ Wendt (2006), side 30-31

men fri konkurrence. Dog forsøger man fra myndighedernes side, og i lovgivningen, at føre en praksis der gør, at den finansielle virksomhed udsættes for et markant konkurrencemæssigt pres, fra de tilsvarende virksomheder. Der er eksempelvis i lovgivningen ikke nogen bestemmelser om de finansielle produkters udformning, priser eller betingelser, og der er derfor ikke noget der forhindrer fri konkurrence, mellem sektorens virksomheder. Der er ligeledes fri etableringsret for enhver virksomhed, så længe denne underkaster sig den omtalte lovgivning. Hvilket også betyder, at der vil dukke nye virksomheder op, hvis forholdene er gunstige nok. På denne måde må man forvente en vis konkurrencegrad. Det primære mål med restriktionslovgivningen er indskyderbeskyttelse, og sikkerhed for indskud er dermed også et væsentligt konkurrenceparameter, da de regulerede virksomheder hermed har langt lettere ved, at skaffe midler, der kan lånes ud. Denne side af den finansielle virksomhed er langt mindre reguleret, da lovgivningen som sagt fokuserer på indskudssikkerhed.²⁸

Lovgivningens indretning, er i høj grad medvirkende til opdelingen af de finansielle virksomheder, i forskellige grupper, med hvert deres specialområde. Opdelingen er egentlig historisk bestemt, da den i sin udvikling er præget af, at der er lavet tilføjelser og reguleringer i forbindelse med økonomiske problemer i en bestemt type institution. Hermed skelnes der også skarpere imellem forskellige typer af finansiell virksomhed, der ifølge lovgivningen opdeles i:

- Kreditinstitutter, pengeinstitutter (herunder banker, sparekasser og andelskasser) og realkreditinstitutter.
- Forsikringsselskaber, pensionskasser og offentlige fonde.
- Fondsmæglerselskaber og investeringsforvaltningsselskaber.

Fælles for dem er, at de alle er målrettet offentligheden, for herfra at modtage indskud af en eller anden form, og derfor også er omfattet af restriktionslovgivningen.

Udenfor restriktionslovgivningen, finder man en række virksomheder, der ikke modtager indskud. Denne type virksomheder finansierer deres aktiviteter ved hjælp af aktiekapital og låntagning på det finansielle marked. Disse virksomheder omfatter:

- Forbrugerkreditselskaber (som kreditkortselskaber)
- Erhvervskreditselskaber (som leasing- factoring- og forfaiterings-selskaber)
- Kapitalformidlingsselskaber (som venture selskaber)
- Investeringsselskaber.

Historisk set, har de forskellige typer af finansiell virksomhed været skarpt adskilt, hvor man nu ser en tendens til overlap af de forskellige forretningsområder samt et udbredt samarbejde i distributionen af finansielle produkter og udvekslingen af midler. Restriktionslovgivningen indenfor den finansielle sektor, har i lang tid, stået til hindring for, at der kunne opstå både horisontale og vertikale fusioner. Men de markedsmæssige overlap, har medvirket til, at det i dag er muligt for en finansiell virksomhed, at indgå i en finansiell koncern, der omfatter forskellige finansielle institutioner. De enkelte dele af koncernen, skal stadigvæk være adskilte

²⁸ Wendt (2006), side 26-27

selskaber, der agerer efter den gældende lovgivning, men områder som strategisk ledelse, de finansielle ressourcers administration samt markedsføring kan ske i fællesskab.²⁹

Pengeinstitutter

Hos finanstilsynet opdeles pengeinstitutter i 6 grupper, hvor gr. 1-4 er inddelt efter egenkapital, mens gr. 5 er filialer af udenlandske pengeinstitutter og gr. 6 er færøske. De første 4 grupper inddeles som følger:³⁰

Gruppe 1 – Pengeinstitutter med en arbejdende kapital³¹ over 50 mia. kr.

Gruppe 2 – Pengeinstitutter med arbejdende kapital over 10 mia. kr.

Gruppe 3 – Pengeinstitutter med en arbejdende kapital over 250 mio. kr.

Gruppe 4 – Pengeinstitutter med en arbejdende kapital under 250 mio. kr.

Alle pengeinstitutternes aktiviteter reguleres i henhold til FiL, og kontrolleres af finanstilsynet. I loven defineres som det første, hvad et pengeinstitut er. Begrebet ”kreditinstitutvirksomhed” der dækker over bank- og realkreditvirksomhed, defineres som ”en virksomhed, der består i at modtage indlån eller andre midler fra offentligheden, der skal tilbagebetales, samt i at yde lån for egen regning”³². Der findes i lovgivningen, en udtømmende beskrivelse af bankvirksomhed, som vi ikke vil remse op her, men der er i regelen to hovedbetingelser.

For det første skaffer en bank sig midler, som den er forpligtiget til at tilbagebetale, i form af indlån eller udstedelse af obligationer (ikke realkreditobligationer). Hvis en finansiell virksomhed alene udsteder aktier, eller skaffer midler, ved at optage lån i andre finansielle virksomheder, er der ikke tale om en bank.

For det andet skal en bank foretage udlån for egen regning. Hermed foretager virksomheden selv kreditvurdering af debitor og indgår individuelle aftaler om pris, sikkerhed og tilbagebetaling. Hvis en virksomhed udelukkende køber obligationer eller aktier for de indkomne midler, uden selv at have indgået aftale om sikkerhed eller tilbagebetaling, hører den ikke under bankvirksomhed.³³

Der har igennem de sidste 20 år, været en tendens til, at antallet af pengeinstitutter er konstant faldende.

²⁹ Wendt (2006), side 28-29

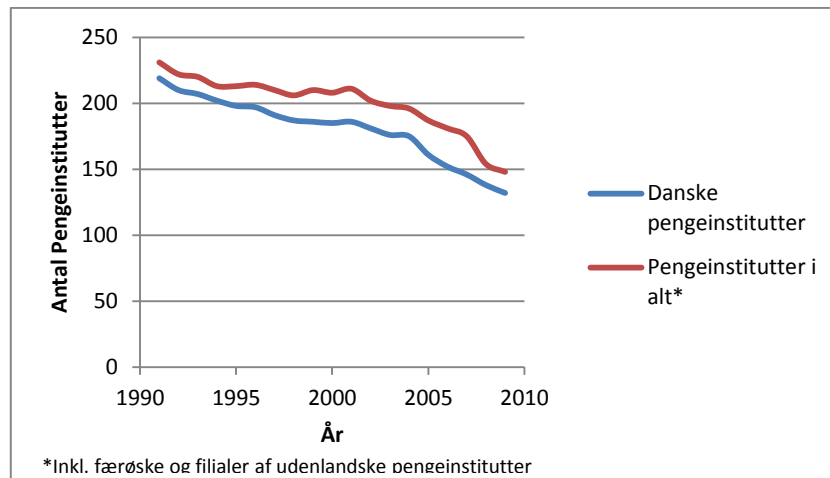
³⁰ Finanstilsynet

³¹ Arbejdende kapital består af indlån, udstedte obligationer, efterstillede kapitalindskud og egenkapital. Altså det som er indskudt af offentligheden, som banken har til at arbejde med.

³² Lov om finansiell virksomhed § 5

³³ Wendt (2006), side 38-39

Figur 8 - Udviklingen i antallet af pengeinstitutter³⁴



I Danmark var der primo 2010 registreret 137 pengeinstitutter.³⁵

Realkreditinstitutter

I den danske realkreditsektor, er der væsentligt færre virksomheder, end i banksektoren. I Danmark er der 8 realkreditinstitutter, hvoraf de to er koncernforbundne. Realkreditinstitutter er i EU-direktivs henseende kreditinstitutter, og reguleres også organisatorisk ligesom pengeinstitutter i FiL, men det specielle ved denne sektor er, at der lovgives specielt om realkreditinstitutternes produkter i "Lov om realkreditudlån og realkreditobligationer (Rkl)". Der er i denne lovgivning sat klare grænser for realkreditinstitutternes finansielle aktiviteter. Et realkreditinstitut defineres ved, at der her modtages midler fra offentligheden ved emission af obligationer. Her modtages ikke indlån, men yder alene udlån mod pant i fast ejendom. Realkreditinstitutterne reguleres ligesom pengeinstitutterne af Finanstilsynet, og forhandler med omverdenen igennem brancheorganisationen Realkreditrådet.

Finansielle virksomheder der specialiserer sig i finansiering af fast ejendom, findes i mange lande. Der er forskellige modeller og forskellige institutioner, fra land til land. De danske realkreditinstitutter, yder lån mod en særlig sikringsakt, som giver kreditor rettigheder til at overtage og tvangssælge en pant, hvis debitor misligholder betalingsaftalerne. Denne ret til gælder altså ikke kun under konkurs. Er der derimod tale om en konkurssituation, vil kreditor opnå fuld dækning for restgælden, og skal ikke dele med øvrige kreditorer. Dermed er et realkreditinstitut har derfor, så længe man ikke overbelåner, et meget sikkert tilgodehavende, og anses også for at være den mest sikre form for finansiell virksomhed. Den store sikkerhed der er forbundet med realkreditinstitutter, er også baggrunden for, at disse kan erhverve sig udlånsmidler ved at udstede obligationslån med lang løbetid, hvor det ellers kun er det offentlige der vurderes som en sikker debitor.

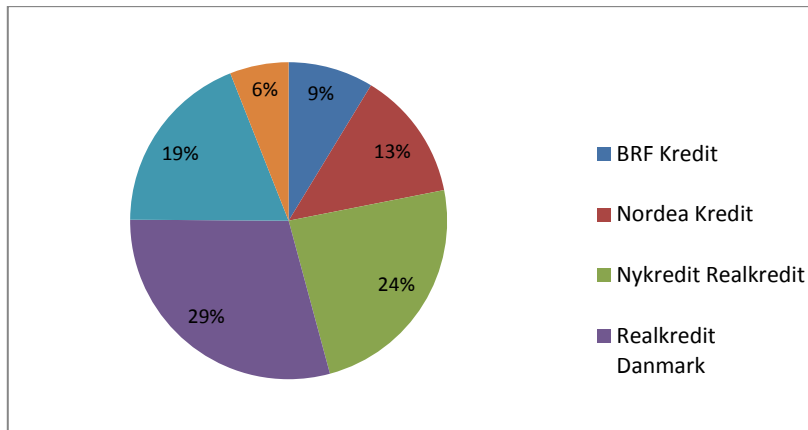
Vi har nedenfor medtaget en model over markedsandelene, for realkreditinstitutterne og kan ud fra denne se at Realkredit Danmark, står for 29 % af den samlede markedsandel, hvilket svare til lidt under en tredjedel af markedet. Nykredit andel som er på 24 % skal lægges til

³⁴ Egen figur, tal fra Finanstilsynet

³⁵ Finanstilsynet

Totalkredit andelen, da Nykredit i 2003 opkøbte Totalkredit, dette svare til at Nykredit står for 43 % af markedsandelen.

Figur 9 Markedsandel for realkreditinstitutterne i pct.³⁶



Det danske boligmarked

Det danske boligmarked, oplevede i perioden 2002-2005 et dramatisk opsving, som resulterede i markante prisstigninger. Da denne udvikling pludselig vender, kommer en del boligejere og også banker i ret store problemer. Det ser i Danmark ud til, at boligkrisen kom før den finansielle og den økonomiske krise, og netop udviklingen på boligmarkedet, vil vi behandle i dette afsnit.

I forhold til den netop præsenterede teori, om boundet rationality, usikkerhed, Animal spirits og confidence vil denne gennemgang af det danske boligmarked samt den generelle udvikling i krisen, indeholde adskillige, af de heri gennemgåede aspekter. På såvel boligmarkedet, som i den finansielle sektor, vil vi forsøge, at sandsynliggøre, at udviklingen ikke kun er præget af udbud og efterspørgsel, men i høj grad også af nogle af de psykologiske begreber.

Erfaringer viser, at der er stor sammenhæng imellem boligmarkedet og den samfundsøkonomiske stabilitet. Er der store udsving på boligpriserne kan det være med til at destabilisere den samlede økonomi.³⁷

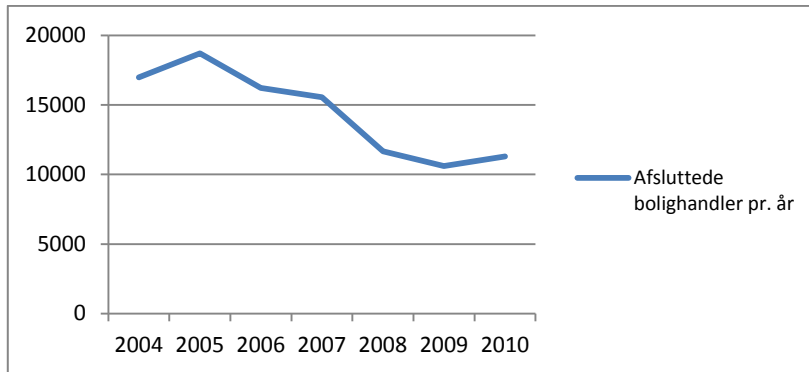
Over en årrække sker der en stigning i de danske boligpriser, så de i 2006 når et faktisk utænkeligt niveau. Den lange periode med stigninger medfører, at der generelt er en opfattelse af, at boligpriserne kun kan stige, og ikke vil falde igen. I den finansielle sektor, synes der at være en generel accept af denne antagelse, og man tegner i stigende grad lån i friværdier. I forbindelse med netop dette boligboom, er der noget der tyder på, at indførelsen af nye lånetyper og fastfrysning af ejendomsværdiskatten, har været blandt de primære drivkræfter bag udviklingen.

Antallet af hushandler toppet i 2. kvartal 2005, hvor der blev handlet 21.785 boliger. Herefter falder antallet af handler, og i slutningen af 2006 følger priserne også med. Der er i denne sektor, ligesom i så mange andre, en tidsforskydelse, og markedet reagerer ikke så øjeblikkeligt som f.eks. på aktiemarkedet.

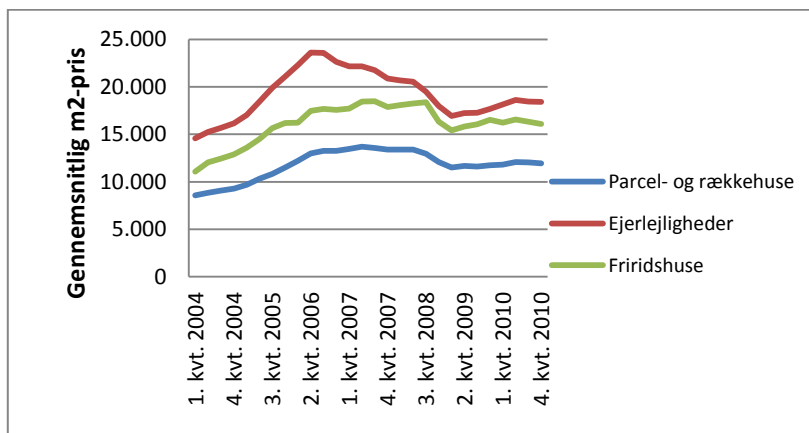
³⁶ Egen graf, tal fra Realkreditrådet

³⁷ Nationalbankens kvartalsoversigt, 1. kvartal 2011, del 1

Figur 10 - Afsluttede bolighandler pr. år³⁸



Figur 11 - Realiserede salgspriser, gennemsnitlig m²-pris



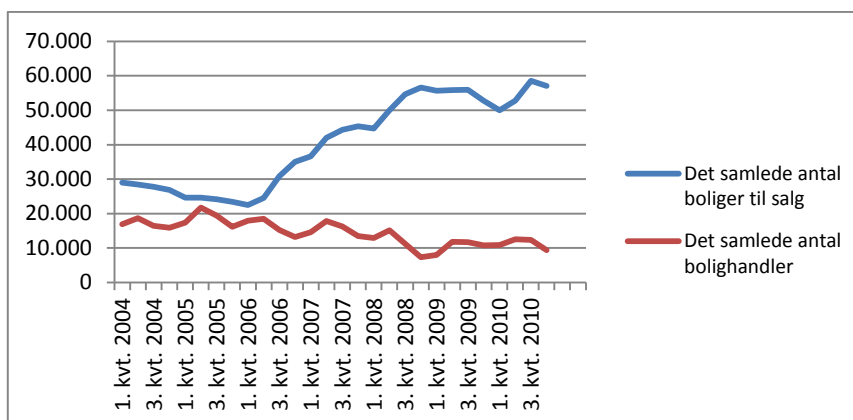
Da prisniveauet i 3. kvartal 2006 topper, er den gennemsnitlige kvadratmeterpris nået op på 18.177,67 kr. Dette niveau svarer til en stigning fra 1. kvartal 2004 til 3. kvartal 2006 på ikke mindre end 59,38 %³⁹. Det meget høje prisniveau skaber i sektoren en boble, som så i slutningen af 2006 brister. Dermed er startskuddet til den finansielle krise givet.

Fra slutningen af 2006 hvor priserne toppede, falder priserne igen og rigtig mange boligejere kommer i klemme, da de har optaget lån i en ejendom, som nu ikke længere har samme høje værdi. Fra slutningen af 2006 til starten af 2009, falder den gennemsnitlige kvadratmeterpris med næsten 20 %. Et fald der uden tvivl har haft alvorlige konsekvenser, for et stort antal boligejere.

Det boligmarked, som vi står overfor i dag, viser en udvikling der ikke er holdbar.

³⁸ Egen figur, realkreditforeningens talmateriale

Figur 12 - Udviklingen i antal boliger til salg og antal handler⁴⁰



Figur 6 viser hvordan forholdet mellem antallet af boliger til salg og antallet af afsluttede handler. Og dette forhold viser sig, som to kurver der bevæger sig væk fra hinanden, i stedet for at bevæge sig imod hinanden eller parallelt. Der viser sig et stort gab mellem de to niveauer, som kan indikere yderligere prisfald, da der er et tydelige mismatch imellem udbud og efterspørgsel.

Den finansielle krise i Danmark

Udviklingen i dansk økonomi, havde i årene 2000-2007 være præget, af et betydeligt økonomisk opsving. I denne periode deltog danske banker også i risikofyldte og spekulative investeringer, som i USA var den direkte årsag til finanskrisen.

Selv om, at den Danske krise unægtelig hænger sammen med den internationale krise, er denne ikke alene skyld i den økonomiske situation. I Danmark mærkede man, ligesom i resten af verden, den internationale krise, i form af store kreditstramninger og stigende renter, som var en komplet modsat situation, i forhold til den man havde været i, siden 2000. Men den faldende eksport, stod ikke alene. I 2002 gennemførte man omfattende lånereformer, som introducerede rentetilpasningslån og afdragsfrie lån. Disse låntyper gjorde sammen med skattestop på flere områder, herunder også ejendomsværdiskatten, til en voldsom optur i det danske boligmarked. Hermed blev en kraftig boligboble skabt, som resulterede i et stigende privatforbrug, da man nu kunne tilbyde attraktive lån i den friværdis, som de voldsomme prisstigninger i boligsektoren skabte.⁴¹

Den danske krise er altså en kombination af en international finans- og eksportkrise, og af en indenlandsk bolig- og forbrugskrise. Med andre ord er Danmark i dag ramt af både en boligkrise, en finanskriser og en økonomisk krise.

Allerede i 2008 måtte 11 banker bukke under, i form af fusioner, overtagelser af andre banker, eller regulær afvikling. Denne udvikling begrænsede sig ikke til 2008, og man kan derfor se denne tendens i de efterfølgende år også.

⁴⁰ Egen figur, realkreditforeningens talmateriale

⁴¹ Lund (2009), side 14

Tabel 1 - Nødlidende og fusionerede banker 2008-2011

Nødlidende pengeinstitutter i 2008	
Bank Trelleborg A/S	Fusioneret med Sydbank A/S
Bonusbanken	Fusioneret med Vestjysk bank A/S
Sparekassen Spar Mors	Fusioneret med Aktieselskabet Morsø Bank
Roskilde Bank, Aktieselskabet Roskilde Bank A/S	Håndteret af Nationalbanken og det Private beredskab
EBH Bank A/S	Overtaget af Finansiell Stabilitet
Fusioner i 2008	
Hårslev Sparekasse	Fusioneret med Sparekassen Sjælland
Aktieselskabet Ringkjøbing Bank	Fusioneret med Vestjysk Bank A/S
Sparekassen Nordmors	Fusioneret med Frøslev-Møllerup Sparekasse
St. Brøndum Sparekasse	Fusioneret med Sparekassen Himmerland A/S
Ulsted Sparekasse	Fusioneret med Sparekassen Vendsyssel
J.A.K. Andelskasse Rødding	Fusioneret med Folkesparekassen
Nødlidende pengeinstitutter i 2009	
Fiona Bank A/S	Overtaget af Finansiell Stabilitet
Løkken Sparekasse	Overtaget af Finansiell Stabilitet
Fusioner i 2009	
Lokalbanken i Nordsjælland A/S	Fusioneret med Handelsbanken
Gudme Raaschou Bank A/S (Overtaget af FS)	Fusioneret med Lån og Spar Bank A/S
Den lille Sparekasse	Fusioneret med Sparekassen Hobro
Sparekassen Løgumkloster	Fusioneret med Den Jyske Sparekasse
J.A.K. Andelskassen Brenderup	Fusioneret med Andelskassen J.A.K. Slagelse
Thisted Andelskasse	Fusioneret med Andelskassen J.A.K. Slagelse
Nødlidende Pengeinstitutter i 2010	
Fiona Bank A/S	Overtaget af Finansiell Stabilitet
Capinordic Bank A/S	Overtaget af Finansiell Stabilitet
Fusioner i 2010	
Øster Brønderslev Sparekasse	Fusioneret med Nordjyske Bank
Finansbanken A/S	Fusioneret med Sparekassen Lolland A/S
Tved Sparekasse	Fusioneret med Sparekassen Kronjylland
Forstædernes Sparekasse	Fusioneret med Nykredit Bank A/S
Agri-Egens Sparekasse	Fusioneret med Sparekassen Djursland
Løkken Sparebank (Finansiell Stabilitet)	Fusioneret med EBH Bank A/S
Skælskør Bank Aktieselskab	Fusioneret med Max Bank A/S
Aktieselskabet Morsø Bank	Fusioneret med Fjordbank Mors A/S
Nødlidende Pengeinstitutter i 2011	
Amagerbanken	Overtaget af finansiell Stabilitet
Fjordbank Mors	Overtaget af finansiell Stabilitet
Fusioner i 2011	
Sparekassen Midtfjord	Fusioneret med Sparekassen Himmerland A/S
EIK Bank Danmark 2010 A/S	Fusioneret med Sparekassen Lolland A/S
Andelskassen Sydjylland	Sammenlagt med Jernved-Rømø Andelskasse og skifter navn til Andelskassen Sydvestjylland
Andelskassen Nordøstjylland	Fusioneret med Andelskassen Østjylland
Andelskassen Alssunds	Fusioneret med Andelskassen Sønderjylland
Lunde-Kvong Andelskasse	Fusioneret med Sparekassen for Nr. Nebel og omegn
Sparekassen Midtdjurs	Fusioneret med Sparekassen Djursland
Fruering-Vitved Sparekasse	Fusioneret med Østjysk Bank
Ryslinge Andelskasse	Fusioneret med Sparekassen Faaborg A/S

Den finansielle krise i Danmark har vist, hvordan man i teoretiske modeller ikke kan arbejde med rationelle agenter, hvis man vil beskrive den virkelighed, som vi præsenterer i vores empiriske materiale. Derfor har vi valgt at ligge vægt på Bounded Rationality, Usikkerhed, Animal Spirits og Confidence, da vi mener, at disse teorier bedre beskriver de agenter/mennesker som man i virkeligheden analyserer. Det er for os åbenlyst, at de enkelte individer i en økonomi, ikke besidder den samme mængde information, og slet ikke fuld infor-

mation, ligesom man ikke kan antage, at alle har en profitmaksimerende adfærd. Vi mener derfor også, at disse teorier kan medvirke til, at belyse, hvad det var der gik galt både inden og under den finansielle krise.

Boligmarkedet har tydeliggjort, hvordan man kan blive påvirket, af en generel stemning og egentlig ændre sin adfærd, til noget som ikke umiddelbart virker økonomisk rationelt. Hvis man ser på udviklingen i antallet af boliger til salg, i forhold til priserne, så tyder denne udvikling på, at der ikke sker den automatiske tilpasning, som man ellers forventer i modelverdenen. Tværtimod tyder det på, at der stadig er en forventning om, at boligpriserne har et bestemt niveau, selv om udviklingen viser noget andet. Om det er boligejernes forventninger, mæglernes forsøg på at holde priserne kunstigt oppe, eller en kombination af de to faktorer, er svært at sige. Vi kan dog konstatere, at der ikke er sammenhæng imellem udbud og efterspørgsel.

Finansiel ustabilitet

En økonomi kan være finansielt ustabil, men kan styres uden om en finansiell krise. Derfor er det bedst at opfatte finansiell ustabilitet som en tendens hellere end en specifik begivenhed, selvom en typisk finansiell krise kan være et resultat af et ustabil finansiell forløb, som er frembragt gennem et konjunkturopsving, argumentere Wray.⁴² En mulig grund til, at den finansielle ustabilitet kan forekomme, kan være en spekulativ tendens, hvor man oplever, at et stort antal investorer udvikler en urealistisk forventning i forhold til deres forventede profit. Denne forventning får dem til, at låne mange penge til, at kunne finansiere købet af aktiver, hvilket får prisen på disse aktiver til at stige til et urealistisk niveau. Til sidst ender denne mani med, at prisen på disse aktiver til at styrtedykke, hvilket resulterer i konkurser. Der findes et utal af empiriske eksempler på dette f.eks. dot com boomet i 90'erne og bolig boomet, som vi netop har oplevet verden over. Spekulative booms er ofte udviklet og styret af bedrageriske planer ifølge Wray og Galbraith.⁴³

En anden forklaring som kan være med til at skabe finansiell ustabilitet, er ifølge Wray, den monetaristiske tankegang, som har haft en tilbøjelighed til at fokusere på en pludselig forstyrrelse i penge udbuddet og kreditgivningen, og som forhindrer låntagning, hvilket får forbruget til at falde, og til sidst ender ud med en nedtursperiode. Ifølge Wray henfører monetaristerne den finansielle ustabilitet og finansielle kriser, til politiske fejlbedømmelser som begås af centralbanken. Når centralbanken udbyder for mange reserver, vil pengeudbuddet hurtigt stige. Dette vil medføre, et forbruget i samfundet, hvilket kan skabe et forbrugsboom. Hvis centralbanken, efter at have udbudt disse store reserver, overreagere på den inflation, som dette reserve udbud menes, at have skabt, ved at reducere pengemængden igen, så vil dette få forbruget i samfundet til at kollapse. En anden monetaristisk tilgang er "credit crunch", her reducerer kreditorerne (for det meste banker) pludselig, deres udlån til deres kunder, enten fordi at centralbanken har ændret deres monetære politik til en restriktiv politik eller fordi at der er lavet nogle institutionelle barrierer.

⁴² Wray (2001)

⁴³ Wray (2001), side 3-4

Wray vælger også, at medtage Karl Marx bud på, hvordan den finansielle ustabilitet kan forekomme. Marx har i sin tid hævdet at "anarkiet ved produktion" er et uundgåeligt karakteristika ved en uorganiseret økonomi, hvori beslutningerne om, at opnå en profit ved en given produktion, er truffet af et antal individer, som lider under "uforholdsmæssigheder", dette skyldes at nogle af disse varer, som produceres, ikke kan sælges til en pris, som er høj nok til at imødekomme den forventede profit. Forklaringen på, at den finansielle ustabilitet kan forekomme i forhold til ovennævnte skyldtes, at Marx hurtigt erkendte, at al produktion altid starter med penge, hvoraf nogle af dem er lånt, til at købe arbejdskraft og maskiner til produktionen, således at der kan produceres en vare som kan sælges. Men hvis nu ikke varerne kan sælges til en tilstrækkelig høj pris, så kan man pludselig ikke betale sine lån tilbage, hvilket kan medføre konkurs hos virksomhederne. Ikke nok med at produktionsvirksomheden kan tvinges til konkurs, på grund af at den ikke kan betale sine lån tilbage, så kan den pågældende kreditor (som regel en bank), ligeledes tvinges til konkurs, hvis dens debitorer pludselig ikke kan betale deres lån tilbage, hvis den har flere penge udlånt, end den kan tåle at tabe på en gang. På denne måde kan en økonomi komme til at opleve en "sneboldeffekt" idet dette skaber en panik hos de personer, som holder finansielle aktiver, da de så begynder at blive urolig for deres investeringer. I stedet for, at vente på, at flere virksomheder går konkurs og banken kommer til, at lide endnu mere nød, begynder disse folk som har finansielle aktiver at sælge ud, for at få rede penge i stedet eller køber nye sikrere aktiver (en statsobligation). Den højere efterspørgsel på likviditet, får prisen, på de mindre likvide aktiver, til at styrtdykke (i dette tilfælde en bank aktie) og samtidig opstår der en modvilje til at forbrug penge, og i stedet opspare dem. Denne finansielle krise kan opstå fordi den finansielle ustabilitet, skabes i forbindelse med et fald i den samlede efterspørgsel.⁴⁴

Keynes adopteret nogle af elementerne fra Marx teori, (mener nogle postkeynesianske økonomer⁴⁵) her i blandt Marx observation, at al produktion begynder med penge og forventningerne til slut resultatet også er i pengetermer. Ud fra denne tankegang, udviklede Keynes sit velkendte effektiv efterspørgsels princip, dog i en mere modificeret udgave i forhold til den Marx havde lavet. Keynes beskriver ustabiliteten i denne model, som værende optimismen og pessimismen i forhold til forventningerne til den fremtidige profit. Lige som Marx erkendte Keynes også at det er, det som han kalder "fetich" for likviditet, som er den primære årsag til ustabilitet, da dette skaber forhindringer for, at opnå fuld beskæftigelse. Dette skyldes blandt andet, at hvis den pågældende virksomhedsejer, opnår den profit han forventede han ville få, og alt andet ellers forbliver lige, så vil han ikke have noget incitament for at øge produktionen og derigennem beskæftigelsen.

Hyman Minsky udbyggede Keynes analyse med to primære bidrag, for det første, hvad han kaldte "en finansiell teori om investering" og for det andet "en investeringsteori om en konjunktur". Han lavede disse teorier for at påvise, at de som tror at konjunktursvingningerne kun er styret af finansielle faktorer, i lige så høj grad tager fejl, som de der tror at den kun er styret af de reale faktorer, ved blot at vise at begge elementer indgår i virksomhedernes balance, på hver sin side. Lige som Keynes troede Minsky også, at det var svingninger i investeringerne som styrede konjunkturerne. Han argumenterede for, at enhver økonomisk enhed (banker, forretninger, produktionsvirksomheder, servicevirksomheder osv.) tager en position

⁴⁴ Wray (2001)

⁴⁵ F.eks. er Jesper Jespersen uenig i denne påstand

som et aktiv (dette inkluderer også reale aktiver, så som maskiner, bygninger og inventar), som forventes at generere en indkomststrøm, men også som et passiv, hvor den økonomiske enheds indkomststrømme forventes, at kunne tilbagebetale den gæld der er optaget i forbindelse med opstart af f.eks. produktion, og til at holde produktionen kørende. Da indkomststrømmene i forhold til fremtiden kan være meget usikker, hvorimod tilbagebetalingerne på gæld er mere eller mindre kendte i forhold til fremtiden, så er de økonomiske enheder nødt til, at operere med, hvad Minsky kalder en "margin of safety". Denne "margin of safety" er baseret på praktiske erfaringer og tommelfinger regler, og virker som en buffer. Hvis tingene går mindst lige så godt som forventet, vil dette indikere, at man har haft en "margin of safety" som har været større end der var forventet, hvilket for de økonomiske enheder (virksomheder) anses for, at være et godt tegn. Men hvis man i en god periode, har oplevet at indkomststrømmende er mere end tilstrækkelige til, at tilbagebetale på gælden, vil dette medføre en reduktion af "margin of safety". Minsky udviklede ud fra denne tankegang sin berømt klassifikation om, hvordan denne "margin of safety" kan tage sig ud på en balance i forhold til hedge, spekulativ og ponzi investeringsfinansiering. Hedge betegnes af Minsky, som de der er i stand til, at imødekomme både afdrag og rente ud fra deres forventede indkomststrøm, og har en høj "margin of safety", spekulative er de som kun kan tilbagebetale renten på gælden ud fra en meget kortsigtet forventet indkomststrøm, disse har en lav "margin of safety", mens ponzi er de, som hverken kan betale rente eller afdrag ud fra deres indkomststrøm og derfor er nødsaget til at gå ud og låne penge til, at tilbagebetale i hvert fald renten på gælden og har ingen "margin of safety".⁴⁶

Ud fra denne tankegang udviklede Minsky hans berømt "financial instability hypothesis" (FIH). Han forklarede herudfra, at en økonomi vil udvikle sig fra at have en "robust" eller stabil finansiel struktur, hvori det er hedge positionerne som dominerer, til at være en ustabil økonomi, hvori det er de spekulative og ponzi positionerne der dominerer. Denne overgang sker fordi der sker en ekspansion i økonomien, hvilket medfører, at der tages mere risikable positioner og da dette medfører et boom i økonomien opfordrer dette til, at slække på sin "margin of safety", hvilket igen betyder, at endnu flere påtager sig en mere risikabel position. Til sidst vil indkomsterne ikke længere leve op til den forventede indkomst eller de finansielle omkostninger vil stige så meget, at det bliver svært at betale gælden tilbage. Dette vil ifølge Minsky medføre den samme "sneboldeffekt" som i Marx teori, hvor virksomhederne ikke længere er i stand til, at betale gælden tilbage og går konkurs. Når dette sker, vil bankerne selv komme til, at stå overfor en mulig konkurs. Dette reducerer forbruget i samfundet og virksomhederne og bankerne hæver deres "margin of safety". Denne recession forsætter indtil virksomhederne har fået balanceret deres balance igen og nedbragt deres gældsætning i forhold til deres egenkapital.

Minsky var stor tilhænger af institutioner, og var især tilhænger af hvad han kaldte the Big-Bank og the BigGovernment. Han mente, at hvis en økonomi skulle undgå en nedadgående gældsspiral, var det vigtigt at både Nationalbanken og Staten trådte til, for at hjælpe økonomien på ret fod igen. Nationalbanken skulle være i stand til, at forhindre bankkonkurser, da det kunne skabe endnu større frygt i en økonomi og nærmest lamme forbrug og udlån, hvis en bank går konkurs. Nationalbanken skal altså ifølge Minsky agere som "lender of the last resort". På denne måde, skal nationalbanken være med til at udligne underskud og overskud

⁴⁶ Wray (2001)

og dermed sikre, at indkomsten i økonomien bliver stabil igen. Men der er et problem vedrørende moral hazard, i forbindelse med BigBank og BigGovernment; Hvis disse to får succes med at stabilisere en økonomi, så vil forventningerne fra de økonomiske enheder være, at kan de gøre det en gang, kan de gøre det igen. Derfor siger Minsky også at det er uhyre vigtigt at når en økonomi er stabiliseret, så skal BigBank og BigGovernment stadig være aktive, i form af bl.a. reguleringer og overvågning indenfor den finansielle sektor, samt udvikle institutioner som gør det sværere for virksomhederne og bankerne, at sætte sig i spekulative og dermed ende i en ponzi positioner. Men som både Minsky og Wray konstaterer, så vil en økonomi altid gå fra, at svære stabil til at være ustabil, det kan aldrig forhindres. Med andre ord, så er stabilitet destabiliserende.

Money Manager Capitalism

Minsky konstaterede flere gange at *"there are as many varieties of capitalism as Heinz has pickles"*, med dette mente Minsky, at der fandtes mange former og udfald ved kapitalistiske økonomier. Nutidens kapitalisme betegnede Minsky, som det han kaldte money manager capitalism. Minsky konstaterede også hurtigt, at konjunkturerne var influerede af de finansielle institutioner, som var i økonomien, både af de som kom til, de som forsvandt og ikke mindst dem som udviklede sig. Dette fik Minsky til at argumentere for, at ingen finansiell krise ville være ligesom de, der havde været tidligere, der kan selvfølgelig konstateres mange ligheder, men også lige så mange forskelligheder. Minsky erkendte også, at alle monetære økonomier ikke kunne undslippe, at være institutionelle økonomier.⁴⁷ Minsky betegnede efterkrigstiden som money manager capitlism, af flere grunde. For det første observerede han, at den økonomiske aktivitet i efterkrigstiden begyndte, med et meget forsigtig brug af lån, men som velstanden steg og jo længere tid der gik, hvor økonomien var stabil og i vækst, jo mere lækkede bankerne og virksomhederne på deres margin of safety, i forhold til gæld. Det økonomiske system, udviklede sig til, at blive mere og mere afhængigt af langsigtet gæld, men også i forhold til kortsigtet finansiering og øget gæld til at købe finansielle aktiver. Bankerne og andre ikke finansielle virksomheder oplevede en enorm vækst i efterkrigstiden, og samtidig benyttede bankerne sig af situationen, og foretog adskillelige innovative tiltag indenfor nye låntyper og kreativ bogføring. Dette fik alt sammen økonomien til at bevæge sig, fra at være stabil til at blive mere skrøbelig. Men Minsky anså også money manager capitalism som et produkt af institutionelle innovationer, idet virksomhederne og de finansielle institutioner hele tiden ændrede deres måde, at styre deres egenkapital og finansielle aktiver og passiver på. Men som money manger capitalism begrebet antyder, så er de helt centrale institutioner, de som har en store porteføljer af finansielle instrumenter bag sig, her iblandt banker, realkreditinstitutter, pensionselskaber og investeringsbanker. Disse institutioner er kun begrænsede, af de kontakter som ligger bag deres kapitale beholdninger. Disse institutioner investerer i stigende grad deres kapitale beholdninger, for at maksimere værdien af deres kapital. En konsekvens af den øgede institutionelle investering er, at cheferne i disse er blevet meget mere opmærksomme på, hvor følsom deres selskaber er, i forhold til aktiemarkedet vurdering af dem. Dette betyder, at cheferne i disse selskaber oplever et enormt pres fra aktionærernes side, og ofte føler sig presset ude i situationer de ikke selv ville have valgt.⁴⁸

⁴⁷ Whalen (1997)

⁴⁸ Whalen (1997)

Minsky observerede også, at denne money manager capitalism var international og ikke kun et fænomen i USA. Han observerede, at mange af de finansielle institutioner investerede kapitale midler i udenlandske virksomheder og omvendt. Og dette fik Minsky til at indse, at staten og nationalbanken skulle komme endnu mere på banen for at regulere og overvåge den finansielle sektor, så denne ikke løb løbsk i det globale marked.

Ifølge Minsky udvikler kapitalismen sig hele tiden, og derfor er der behov for lovgivning og regulering i forhold til de institutioner som er med til at udvikle kapitalismen, herunder de finansielle institutioner. Ofte er disse institutioner privat ejede og drevet af markedet, og dette gør at de agenter som befinder sig i institutionerne, handler ud fra egne interesser, og denne udviklingen kan være med til at gøre økonomien ustabil.

Som Minsky argumenterede, så transformerer den finansielle sektor sig fra at være stabil, til at være mere og mere skrøbelig og ustabil. Minsky søgte i hans senere år tilbage til hans læremester Joseph Schumpeter's vision, og fandt tre vigtige elementer heri: den første var, at jagten på profit ikke kun fører til nye varer og produkter, men også nye finansierings relationer og finansielle institutioner; den anden var at kredit (finansiering) er omdrejningspunktet for den økonomiske udvikling; og for det tredje at alle kapitalistiske økonomier er forskellige. I hans sidste leveår udviklede han en "fase" metode, til at forklarer denne evolution i den finansielle sektor, denne kaldte han for money manager capitalism. Minsky insisterede ifølge Wray på, at der var to fremgangsmåder i forhold til hans FIH. Den første er, at der findes to forskellige finansierings regimer, den ene er konsekvent stabil (hegde regimer), mens den anden er ustabil (spekulativ/ponzi regimer). Den anden fremgangsmåde, byggede på, at stabilitet er destabiliserende, og argumenterede for, at det er en endogen proces, som vil styrer en stabil økonomien mod et skrøbeligere system.⁴⁹ Wray argumentere for, at den nuværende krise, netop er et tegn på at den finansielle sektor, går fra at være stabil til at være ustabil – med utæmmelige vækst i boligpriserne, realkredit udlånene og gearings positioner i "sikre værdipapirer", samtidig med, at forbrugerpriserne også oplevede en enorm vækst. Minsky gav ikke "boblerne", "manierne" eller "den irrationelle overflod" skylden, i stedet argumenterede han for, at de som var blevet en del af boblen ikke handlede irrationelt, men derimod handlede meget rationelt ud fra de guidelines, som de kunne observere. Han beskyldte i stedet det som han kaldte money manager capitalism – hvilket er et økonomisk system, som er karakteriseret, ved en højt gearet kapital, og som altid søger efter det maksimale udbytte, i et miljø der systematisk undervurdere risikoen og prisen ved denne risiko. Med en meget lille overvågning eller regulering af de finansielle institutioner, vil money managere hurtigt opfinde nogle ny instrumenter, som hurtigt vil sprede sig til resten af verden.⁵⁰ I modsætning til hvad økonomisk teori siger, så vil markedet generere incitamenten til at øge risikoen, og de som er villige til at tage denne risiko, er belønnet med høje afkast, fordi højt gearet finansiering får priserne på aktiverne til at stige, som vi har set det ved dot-com aktierne og boligpriserne i de seneste år.

Generelle makroøkonomiske forhold og liberalisering af den finansielle sektor frem til 2007

I denne empiriske gennemgang af de makroøkonomiske og politiske forhold, som gjorde sig gældende op til den finansielle krise, håber vi, at kunne illustrere hvordan økonomien og institutionerne, har bevæget sig, tilsvarende den beskrivelse som Minsky i sin teori giver.

⁴⁹ Wray (2009)

⁵⁰ Wray (2009)

Det vil være interessant at undersøge, hvorvidt man med denne teori, kunne spore nogle faresignaler i den økonomiske, finansielle og institutionelle udvikling, som var op til krisen.

Den generelle makroøkonomiske udvikling frem til 2007 bød på en lang periode præget af stabilitet og generelle gunstige forhold. Perioden var præget af kraftig ekspansion, fra midten af 90'erne og frem til 2007, påvirkede ikke bare den danske forbruger, i form af øget optimisme, men fik også afgørende betydning for udviklingen i den finansielle sektor. Denne udvikling betød, at det i højere grad, var muligt at holde tabene på udlån på et ret beskedent niveau. Dernæst betød den gunstige økonomiske situation, at der blev mulighed for en liberalisering af realkreditlånervilkårene. Denne liberalisering fandt sted både i begyndelsen af 90'erne og igen i 2003 hvor de afdragsfrie lån blev indført. Denne liberalisering var medvirkende til en kraftig stigning i låntagningen, både i begyndelsen af 90'erne og i høj grad også i 2003. liberaliseringen af realkreditområder, påvirkede den økonomiske udvikling, ved at bidrage til en voldsom vækst i boligpriserne, og prisstigningerne efter 2003, var begyndelsen til den boligboble, som siden skulle vise sig, at have stor indflydelse på den krise vi oplever i dag.⁵¹

I den omtalte periode, betød den stabile økonomiske udvikling også et fald i inflationen, der samtidig medførte et fald i både den korte og den lange nominelle rente. Hertil kommer også et fald i den reale rente⁵², som betød at den lange rente på realkreditobligationer faldt fra ca. 6 % i starten af 90'erne til et niveau på omkring 1-2 %. Nedgangen i renten betød også at pengeinstitutternes indtjening blev påvirket i negativ retning.⁵³

Når man ser på regulering af de finansielle virksomheder, har der igennem en årrække, været en tendens til at man, især på den pengepolitiske side, har foretaget en del deregulering. På netop det pengepolitiske område, er der i alle lande, ændret i reglerne om rentefastsættelse og udlån, så de enten er lempet eller helt afskaffet. I Danmark har det betydet, at man har afskaffet det udlånsloft, der tidligere var for hver enkelt bank, ligesom reglerne for pengeinstitutternes rentefastsættelse er blevet afviklet.

Den mest omfattende deregulering siden starten af 90'erne, har fundet sted indenfor realkreditinstitutternes udlån. Dette område har også været meget benyttet, som såvel konjunkturpolitisk som sektorpolitiske instrumenter. Hvis man ser på de historiske sammenhænge mellem vilkårene på realkreditlån og boligpriserne, tyder det da også på, at der er en vis sammenhæng. Efter kartoffelkuren i 1986 faldt boligpriserne, efter liberaliseringen i starten af 1990'erne steg priserne, og igen efter indførelsen af afdragsfrie lån i 2003 steg prisen på ejerboliger markant.⁵⁴

Liberalisering af den finansielle sektor, har også vist sig, i form af en markant lempelse af kapitalkravene til pengeinstitutterne. En række af disse lempelser, sker som led i en række initiativer i EU. Det eneste sted, hvor der har været en skærpelse af regelsættet, er med hensyn til kundebeskyttelse. En af grundene hertil, er det voksende udbud af finansielle ydelser og produkter, samt en intensivering af salgsindsatsen overfor kunderne.⁵⁵

⁵¹ Østrup (2010), side 180-182

⁵² Renten fratrukket stigningen i inflationen

⁵³ Østrup (2010), side 182

⁵⁴ Østrup (2010), side 185-186

⁵⁵ Østrup (2010), side 189

Udviklingen i den danske finansielle sektor

I forhold til teorien om money manager capitalism, vil det være interessant, at undersøge, hvorvidt den samlede danske økonomi og den finansielle sektor har udviklet sig fra at være stabil, til at være ustabil, og derefter se, om der kan drages nogle paralleller til den ”mekanisme” som i teorien ligger bag. Derfor vil vi i den empiriske belysning af emnet, både vende tilbage til ovenstående gennemgang af den generelle makroøkonomiske udvikling, og efterfølgende se på udviklingen i den finansielle sektor.

Efter krisen i det danske finansielle system i 1990’erne, oplevede den danske sektor, en periode med ekspansion og høj indtjening. Udlånene blev øget markant, og der skete dermed en kraftig stigning i virksomhedernes balancer. Samtidig hermed, skete der en international integration, som betød at flere danske finansielle virksomheder blev opkøbt af udenlandske virksomheder, ligesom danske virksomheder opkøbte udenlandske finansielle virksomheder. Der var i perioden, ligeledes en tendens til, at forskellige former for finansiell virksomhed, samler sig i koncerner, og etablerer store enheder. Perioden imellem de to kriser (midten af 1990’erne til 2007-2008) kommer til at bære præg af specielt tre tendenser, i den finansielle sektor: Ekspansion, international integration og finansielle koncerner.⁵⁶

Finansiell ekspansion

Den finansielle sektor består af en række forskellige virksomheder (jf. tabel), hvoraf pengeinstitutterne udgør den klart største del, hvis man måler på aktiver. Ved udgangen af 2008, havde pengeinstitutterne aktiver, svarende til 44,2 % af den finansielle sektors samlede aktiver.

⁵⁶ Østrup (2010), side 141-142

Tabel 2 - Udviklingen i de finansielle virksomheders aktiver (mia. kr.)⁵⁷

	Penge- insti- tutter	Real- kredit- institut- ter	Fonds- mæg- lere	Investe- rings- foreninger m.v	Investerings- forvaltnings- selskaber	Skades- forsikrings- selskaber	Pensi- ons- institut- ter	Skibs- kredit- fon- den	Aktiver i alt
1990	1.155,7	841,9	11,5	21,2		84,1	450,3	44,3	2.609
1991	1.039,6	877,4	19,2	22,5		91,3	496,4	45,6	2.592
1992	9.73,6	885,6	12	23,3		58,3	533,7	45,6	2.532,1
1993	1.078,5	1051	7,5	31,7		87	608,8	47,3	2.911,8
1994	981	972,5	0,8	33,7		88,5	715	47,9	2.839,4
1995	1.050,9	1.029	0,9	35,9		92,7	710,9	48	2.968,3
1996	1.203,1	1.081,5	0,6	56		100	800,1	46,9	3.288,2
1997	1.327,8	1.167	1,4	89,3		100,8	916,8	49,8	3.652,9
1998	1.494,3	1.282,1	1,5	126		108,8	1.010,6	52,2	4.075,5
1999	1.619	1.332	0,8	196,2		103,2	1.203,4	55,9	4.510,5
2000	1.807,4	1.378,1	1,3	256,7		104,8	1.293,3	52,8	4.894,4
2001	1.979,5	1.616,9	0,9	282,8		106,8	1.288,7	57,9	5.333,5
2002	2.247,7	1.753,3	0,9	289,8		110	1.304,4	60,2	5.766,3
2003	2.332,2	1.902,9	1	365,8		118,4	1.434,9	64,8	6.220
2004	2.531,8	2.120,9	1,3	572,8		124,6	1.603,4	59,9	7.014,7
2005	3.010,5	2.087,8	1,9	781,8		139,1	1.860,3	65,5	7.946,9
2006	3.453,9	2.318,7	2,7	844,5	0,8	148,9	1.950,2	62,5	8.782,2
2007	4.285,6	2.620,7	2,4	891,5	0,9	161,6	2.021,4	76,7	10.060,8
2008	4.733,4	2.819	2,1	568,5	0,8	152,8	2.346,5	81,6	10.704,7

Tabel 1 viser en generel stigning i de finansielle aktiver, hvilket illustrerer den ekspansion som fandt sted, igennem perioden. Den største stigning er fundet sted i kategorien ”investeringsforeninger”, hvis aktiver i perioden 1990-2008 er steget med 2.582 %, men også pengeinstitutterne har oplevet en voldsom stigning, idet deres aktiver er vokset med 310 % fra 1990 til 2008. Sektorens samlede stigning er på 310,3 %, og beløber sig i 2008 til 10.704,7 mia. kr.

Opgørelsen over de samlede finansielle aktiver viser, hvor stor en del af den samlede økonomi, man kan finde netop her. Ser man på de finansielle aktiver, i forhold til bruttonationalproduktet, jf. tabel 2, fremgår det, at den finansielle sektors aktiver, er vokset eksplosivt, i forhold til bruttonationalproduktet.

⁵⁷ Østrup (2010), side 144. Den summerede værdi, stemmer ikke helt overens med Østrups model. Vi har ikke været i stand til at lokalisere fejlen, og vælger at medtage vores egen summering, da afvigelsen er af en størrelse, som gør at vi mener at vi kan se bort fra den. Det samlede billede ændrer sig ikke.

Tabel 3 - Aktiver som procentdel af BNP⁵⁸

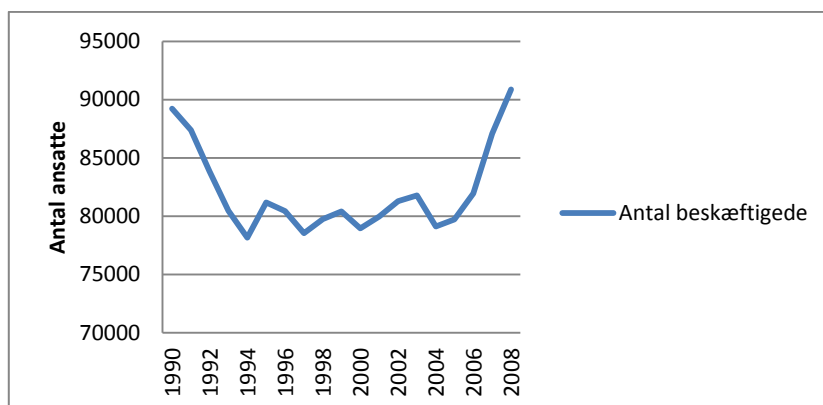
År	Procentvis andel
1990	310,4
1991	296,4
1992	282,3
1993	319,3
1994	290,6
1995	291,1
1996	307,5
1997	324,5
1998	350,2
1999	371,7
2000	378,2
2001	399,3
2002	420,1
2003	444,1
2004	478,4
2005	514,3
2006	538,2
2007	594,8
2008	616,1

Som det fremgår af tabel 2 er aktiverne i den danske finansielle sektor, vokset fra 310,4 % af BNP i 1990, til 616,1 % i 2008. En vækst på dette niveau, viser hvor meget denne sektor i dag betyder for den samlede økonomi. Når en enkelt sektor udgør så stor en del, vil der også være tendens til, at denne sektor får større og mere vidtrækkende indflydelse på både den politiske arena og i det generelle samfund.

Et andet parameter, at måle den omtalte ekspansion på, er antallet af beskæftigede i en sektor. Ser man på den samlede finansielle sektor, er der i 2008 ansat mere end 90.000 personer.

⁵⁸ Østrup (2010), side 145

Figur 13 - Antallet af beskæftigede i den finansielle sektor⁵⁹



Som det fremgår af figur 4, faldt antallet af beskæftigede igennem 90'erne, og var i 2000 helt nede på 2,86⁶⁰ % af den samlede beskæftigelse i økonomien. Siden dette lavpunkt, har der været en ret kraftig stigning i ansatte, og man er i 2008 oppe på 3,08 % af den samlede beskæftigelse.

Tendensen til international integration

Når man måler international integration, kan det gøres på forskellig måde. Hvis man ser på renten eller andre finansielle afkast, vil man i et højt integreret marked, se en mindsning af renteforskelle, og de vil over landegrænser ligne hinanden mere og mere. Man kan også se på størrelsen af de finansielle strømme, da en øget international aktivitet, *kan* medføre en stigning i den relative betydning af grænseoverskridende strømme.

Tabel 4 - Andel af finansielle aktiver holdt på udlandet (fordelt på sektor, i pct.)⁶¹

	Monetære finansielle institutioner	Andre finansielle formidlere	Forsikringsselskaber og pensionskasser	Ikke-finansielle selskaber	Husholdninger	Offentlig sektor
1998	19,9	19,4	24,9	33,4	1,5	
1999	20,2	24,9	30,8	38,5	1,5	
2000	19,3	28,1	31,8	47,5	1,9	
2001	15,4	31,8	27	52,1	1,8	
2002	14,4	28,7	21,8	51	1,7	
2003	16,1	33,5	22	45,8	1,5	
2004	17,1	29,7	28,3	45,5	1,8	4,1
2005	17,4	34,2	28,4	45,4	2,3	4,3
2006	18,9	36,4	31,8	43,1	3	3,6
2007	20,5	37,2	31,5	44,3	2,9	2,7
2008	19,1	30,9	27	49,7	2,1	2,4

Som vist i tabel 3 er det specielt i to sektorer der er sket en stigning, andre finansielle formidlere og ikke-finansielle selskaber. Under "andre finansielle formidlere" ligger investeringsforeningerne, som står for en større del af stigningen.⁶²

⁵⁹ Østrup (2010), side 147

⁶⁰ Østrup (2010), side 147

⁶¹ Østrup (2010), side 156

Når det gælder de danske passiver, ser man ligeledes en tendens til, at disse stiger. Dette betyder, at danske finansielle institutioner, i højere grad henter finansiering i udlandet. I denne opgørelse, er det kun den offentlige sektor, hvis arrangement er blevet mindre. Dette gør den danske stat mindre afhængig af udlandet, og må ses som et udtryk for, at man fra regeringens side, har ønsket markant at mindske den offentlige gæld.

Tabel 5 - Andel af finansielle passiver holdt på udlandet⁶³

	Monetære finansielle institutioner	Andre finansielle formidlere	Forsikringsselskaber og pensionskasser	Ikke- finansielle selskaber	Hushold- ninger	Offentlig sektor
1998	21,2	12,3	1,5	30,5	0,8	37,4
1999	24,7	14,5	1,4	34,3	1,1	36,5
2000	27,3	15,4	0,4	40,9	0,8	35,1
2001	28,4	10,2	0,5	40,8	0,3	31,3
2002	28,1	10,8	0,8	38,6	0,3	29,7
2003	29,9	9,5	0,8	37,9	0,4	24,1
2004	30,3	8,3	1,6	36,9	0,2	25,3
2005	31,1	7,6	1,5	38,8	0,2	26
2006	32,2	8,2	2,3	37,3	0,3	22,2
2007	33,3	6,1	2,2	37,9	0,3	24,7
2008	30,6	6,1	4,9	36,7	0,3	27,5

Den internationale finansielle integration, har også vist sig ved, at danske finansielle virksomheder har opkøbt og dermed ekspanderet i udlandet, ligesom man har set flere udenlandske opkøb i Danmark. Denne ekspansion er især sket i Skandinavien men også generelt i ”norden”, hvor eksempelvis Danske Bank har opkøbt banker, i både Sverige, Norge, Finland, Irland og Nordirland.

Finansielle koncerner

Der har siden 1990 været en markant tendens til opbygning af finansielle koncerner. Man har set banker der opretter realkreditinstitutter og forsikringsselskaber, men også realkreditinstitutter der opretter bankdel og forsikring. Nedenstående tabel viser, hvor stor udviklingen i aktiver har været, i de tre største finansielle koncerner, Danske Bank, Nykredit og Nordea Bank Danmark.

⁶² Østrup (2010), side 154

⁶³ Østrup (2010), side 157

Tabel 6 - Aktiver i de tre største finansielle koncerner⁶⁴

	Danske Bank (mia.)	Nykredit (mia.)	Nordea Bank Danmark (mia.)	Tre største koncerner i alt (mia.)	Aktiver i tre største koncerner som pct. af samlede aktiver i finansiell sektor (pct.)
1999	701,4	472,4	469,8	1643,6	38,1
2000	1362,7	509,3	511,9	2383,9	51,4
2001	1538,6	579,4	559,4	2677,4	53
2002	1751,6	615	649,9	3016,5	55,1
2003	1826,1	828,8	659,1	3314	56,6
2004	2052,5	798,1	645,1	3495,7	54,3
2005	2432	890	713,1	4035,1	56,3
2006	2938	957,2	747,3	4642,5	58,5
2007	3349,5	1075,1	819,9	5244,5	57,2
2008	3544	1218,1	872,6	5634,7	55,6

Det fremgår af tabel 5, at de tre største finansielle koncerners aktiver, er vokset forholdsvis mere end den samlede sektor. Disse koncerners aktiver opgjort som procent af den samlede sektors aktiver, er vokset fra 38,1 % i 1999 til 55,6 % i 2008. Denne udvikling kan man diskutere konsekvenserne af, og det er også noget som nogle økonomer i dag udtrykker bekymring om. Jesper Jespersen har i Børsen den 21. juli 2011 udtrykt bekymring, omkring Danske Banks størrelse. Han betegner den aktuelle finansielle struktur som ”ekstrem finansiell risiko”, og udtaler;

”Her er mindelser om de islandske forhold, hvor ganske få banker har vokset sig alt, alt for store. Der således ikke kun tale om en betydelig systemisk risiko i banksektoren; men en regulær virksomhedsrisiko med samfundsøkonomiske implikationer og dermed også politiske implikationer”⁶⁵

Den danske stats håndtering af den finansielle krise

I forhold til flere elementer i Minskys teorier, argumenteres der for, at man indretter de institutionelle forhold efter den økonomiske situation man er i. Derfor vil vi her, gennemgå nogle af de institutionelle ændringer der er forsøgt, fra den danske regerings side.

Den danske model, til at styrke tilliden til den finansielle sektor, og ikke mindst banksektoren, findes under betegnelsen ”Finansiell stabilitet”. Ordningen blev vedtaget i oktober 2008, som en aftale mellem et flertal i Folketinget og den finansielle sektor. Aftalen havde til formål, at ”sikre fortsat finansiell stabilitet i Danmark.”⁶⁶

⁶⁴ Østrup (2010), side 161

⁶⁵ Citat: http://borsen.dk/nyheder/finans/artikel/1/211473/professor_danske_bank_truer_dansk_oekonomi.html

⁶⁶ Pressemeldelse, oktober 2008, Økonomi og Erhvervsministeriet. www.oem.dk

Bankpakke I

Den oprindelige aftale fra 2008 kaldes også Bankpakke I, og dækkede over en periode på to år.

I aftalen fremgår det, at man med dette tiltag ønsker, at den finansielle sektor i samarbejde med staten, skaber en form for sikkerhedsnet, i et forsøg på igen at skabe tillid imellem banker og deres indskydere, såvel som banker imellem. Grunden til, at denne tillid er så vigtig er, at en af de første reaktioner på den finansielle krises indtog i Danmark var, at banker mistede den indbyrdes tillid, og derfor holdt helt op med at låne likviditet til hinanden. Dermed havde mange banker umådelig svært ved at leve op til branchens solvens- og likviditetskrav.

Aftalen bestod af en ”forsikringsordning” for den finansielle sektor, hvor staten stillede en statsgaranti, og en sikkerhed for, at borgere og andre kreditorer ikke taber penge, når de har indeståender i et pengeinstitut. Til gengæld for denne garanti, skulle den finansielle sektor indbetale 35 mia. kr. i indskud de første to år af aftalens løbetid og en forsikringspræmie til dækning af tab.

Der oprettedes ligeledes et afviklingsselskab, som havde til formål, at afvikle eventuelle konkursramte pengeinstitutter, på en sådan måde, at det var aktionærer og anden risikovillig kapital, der skulle tabes først. Der stilles altså en sikkerhed for, at indskydere og andre simple kreditorer ikke lider tab i et pengeinstitut, i det omfang de ikke er dækket af indskydergarantifonden.⁶⁷

Nationalbankens rolle i denne aftale, bestod i, at man allerede havde oprettet en række nye lånemuligheder, for at styrke pengeinstitutternes likviditet. Bankerne fik hermed mulighed for, at låne penge i Nationalbanken med sikkerhed i pengeinstituttets solvensdækning, samt at belåne aktier. Som led i sikkerhedsnettet, skulle Nationalbanken yderligere etablere særlige låneordninger, for de solvente pengeinstitutter, mod betaling af en højere rente end normalt (Nationalbankens normale udlånsrente + 2 %).

I aftalen stillede man en række krav til den finansielle sektor, som understregede vigtigheden af, at man i sektoren udviste ansvar og tilbageholdenhed. Det bliver derfor i forbindelse med aftalen, lavet et forbud mod udbyttebetaling fra pengeinstitutterne, et stop for tilbagekøbsprogrammer og nye aktieoptionsprogrammer, samt forbud mod forlængelse eller fornyelse af eksisterende programmer.

I aftalen, bliver man ligeledes enige om, at der er brug for øget tilsyn med sektoren. Derfor øger man også Finanstilsynets ressourcer, som målrettes tilsyn med pengeinstitutterne.

Bankpakke II (Kreditpakken)

Bankpakke II blev vedtaget i februar 2009, og ændret igen i maj samme år.⁶⁸ Denne ”Lov om statsligt Kapitalindskud i Kreditinstitutter” gav kreditinstitutter, der opfylder lovens krav om solvens, mulighed for, at søge om statsligt kapitalindskud på i alt 100 mia. kr.

⁶⁷ Jf. ”Aftale mellem regeringen (Venstre og Det Konservative Folkeparti), Socialdemokraterne, Dansk Folkeparti og Radikale Venstre om sikring af finansiel stabilitet”

⁶⁸ Bekendtgørelse af Lov om Statsligt Kapitalindskud i Kreditinstitutter

i denne aftale ligger man vægt på den rolle, som den finansielle sektor har i den samlede samfundsøkonomi. Selv om den globale finansielle krise, spillede en væsentlig rolle, i kreditinstitutternes problemer, bærer disse også selv et ansvar. Der havde i årene op til krisen, været ført en meget lempelig kredit- og udlånspolitik. Der var dermed behov for en opstramning af denne politik, men de private investorers tilbageholdenhed, gjorde at der blev strammet op på lånevilkårene for husholdninger og virksomheder, i en sådan grad, at selv sunde virksomheder, ikke kunne låne til driften. Hermed så man en negativ effekt på arbejdsløsheden og væksten generelt.

Derfor blev parterne enige om, at tilbyde penge- og realkreditinstitutterne et statsligt kapitalindskud, som skulle være med til at normalisere udlånspolitikken, og på den måde, undgå en negativ og selvforstærkende udvikling. Man stillede dermed også krav om, at kreditinstitutterne ikke ville stramme udlånspolitikken mere end den almindelige konjunkturudvikling.

Det statslige kapitalindskud, var ikke bare en gave til den finansielle sektor, men et lån, der skulle forrentes og tilbagebetales, på en sådan måde, at staten opnår et afkast, der forholdsvis stemmer overens med den risiko man løber. Derfor forventedes det heller ikke, at ordningen ville påvirke den finanspolitiske holdbarhed. Der blev lagt vægt på, at der var tale om en midlertidig ordning, og at staten ikke på længere sigt, skulle yde økonomisk støtte til den finansielle sektor.

Staten stiller samtidig krav om, at de institutter der modtager kapitalindskuddet, halvårligt skal aflægge redegørelse for udviklingen i udlånene, og for institutionens udlånspolitik. Disse redegørelser offentliggøres. Restriktionerne omkring udbyttebetaling, tilbagekøbsprogrammer og aktieoptionsprogrammer forlænges, og gælder indtil 1. oktober 2010. Der stilles i denne aftale yderligere et krav om, at generalforsamlingen eller repræsentantskaber skal forholde sig til direktionens aflønning, og at disse ikke må aflønnes med variable lønandele, i et omfang på mere end 50 % af den samlede grundløn.⁶⁹

Ved ansøgningsfristens udløb, havde 43 penge- og kreditforeningsselskaber ansøgt om kreditpakken. Der havde oprindeligt været 50 ansøgere, men bedre forhold på det private marked, fik 7 institutter til at trække deres ansøgning tilbage. Der blev udbetalt i alt 46 mia. kr. i lån til en effektiv rente på lige over 10 %.⁷⁰

Bankpakke III (Håndtering af nødlidende pengeinstitutter)

Da den generelle statsgarantiordning udløb den 30. september 2010, samtidig med, at Finansiell Stabilitet A/S mistede adgangen til, at overtage nødlidende pengeinstitutter, måtte man fra folketingets side, på ny forholde sig til statens rolle overfor den finansielle sektor. Derfor vedtager man en ordning, der fortsat giver Finansiell Stabilitet A/S adgang til at overtage og afvikle nødlidende pengeinstitutter, dog uden den generelle statsgaranti.

⁶⁹ Jf. ”Aftale mellem regeringen (Venstre og Det Konservative Folkeparti), Socialdemokraterne, Dansk Folkeparti, Socialistisk Folkeparti, Radikale Venstre og Liberal Alliance om en kreditpakke”

⁷⁰ Pressemeldelse, 8. januar 2010, Økonomi og Erhvervsministeriet.

Praktisk betød lovændringen, at et nødlidende pengeinstitut, i første omgang ville få en frist af Finanstilsynet, til at leve op til solvenskravene i den gældende lov om finansiel virksomhed. Når denne frist gives, skal pengeinstitutets bestyrelse bestemme, hvorvidt den ønsker, at lade sig håndtere af denne ordning, eller det ønsker at følge de almindelige regler for afvikling (betalingsstandsning og konkurs). Denne beslutning træder først i kraft, i det øjeblik pengeinstituttet ikke opfylder de krav, der stilles til solvens, til den frist som Finanstilsynet har stillet. Hvis man vælger at lade sig håndtere af Finansiell Stabilitet A/S, vil kunderne ikke opleve en umiddelbar forskel, da instituttet i første omgang vil blive ført videre uden ændringer for disse.

Finansiell Stabilitet A/S skulle på denne måde, stå for en kontrolleret afvikling af pengeinstituttet, og skal sikre, at der bliver taget ordentligt hånd om indskydere og kreditorer, så de får hjælp til, at finde et andet pengeinstitut.

Da den generelle statsgaranti ligeledes udløb, ville der ske ændringer i den måde, som indskyderne var sikret. Da man nu kun var dækket af Indskydergarantifonden, kunne større indskydere igen lide tab, i forbindelse med et nødlidende pengeinstitut. Dog ændredes denne garanti, til at dække 100.000 euro (ca. 750.000 kr.). Men denne ordning, var det igen pengeinstitutterne der stod med de økonomiske risici.⁷¹

Finansiell Stabilitet A/S afsluttede pr. 30. september 2010 det regnskab, der skulle opgøre tabet ved overtagelsen og afviklingen af nødlidende pengeinstitutter under bankpakken. Dette regnskab omfattede afviklingen af Nova Bank Fyn A/S, EBH Bank A/S (inkl. Løkken Sparekasse, som er fusioneret med EBH Bank), Pantebrevsselskabet af 2. juni 2009 A/S, Finansieringsselskabet af 11/2 2011 A/S, Eik Bank Danmark 2010 A/S og Eik Bank Føroya P/F. Roskilde bank indgik ikke i dette regnskab. Det samlede tab blev opgjort til 12 mia. kr. men er ikke endeligt afklaret, idet resultatet indeholder en værdiansættelse af resterende aktiver og forpligtelser i de pengeinstitutter man har overtaget. Disse er opgjort til skønnede nettorealiseringsværdier, og der er derfor en væsentlig usikkerhed i forhold til det endelige resultat.⁷²

Hvis man ser på den danske udvikling fra starten af 90'erne og frem til 2007, i forhold til Minskys teori om finansiel ustabilitet, fremgår det, at de forhold som han beskriver i teorien, også kan findes her. Der er tale om en periode med økonomisk stabilitet, hvor der var ro på de forskellige makromarkeder. Denne stabilitet medfører, at en mere spekulativ adfærd bredte sig i det makroøkonomiske landskab. Ikke kun den finansielle sektor, men på virksomhedsplan, i husholdningerne og på politisk plan spredte sig denne optimistiske spekulative adfærd. Den meget stabile periode, gjorde at de regulerende myndigheder blev passive, da udsigterne til store tab, var minimale. Herved øjnede den finansielle sektor en mulighed for, at være innovative i forhold til deres produkter. Indtjeningen i bankerne var faldende da renterne også var faldet drastisk.

Noget af det mest afgørende i Minskys teori, er hans påstand om, at der i den form for kapitalisme vi har i dag, er indbygget en nedarvet mekanisme, som gør at en stabil økonomi med

⁷¹ "Lov om ændring af lov om finansiel stabilitet, lov om finansiel virksomhed, lov om garantifond for indskydere og investorer og lov om påligningen af indkomstskat til staten" samt notat om "Indholdsmæssig beskrivelse af forslag til lov om håndtering af nødlidende pengeinstitutter" fra Økonomi og Erhvervsministeriet.

⁷² Afsluttende regnskab pr. 30. september 2010 i henhold til lov om finansiel stabilitet.

tiden, vil blive skrøbelig og ustabil. Selv om man i den meget stabile periode, havde alle muligheder for, at bibeholde en sund økonomi, opstod der incitament til, at indtage en mere spekulativ position.

Denne sammenhæng gælder ikke kun for individer og virksomheder, men også lande som helheder.

"Like firms in a market economy, countries seeking to project and defend their power must innovate, experiment and improvise. The competition is always in mind; "objects in the mirror" often appear closer than they are. Like firms, countries "operate on the basis of trial and error; if a behavior is rewarded, it will be repeated. Thus, stable periods naturally lead to optimism, to booms and to increasing fragility." (Papadimitrou and Wray 1999).

Bankpakkerne er de stabiliserende institutioners forsøg på, at skabe finansiell stabilitet, i et marked, som på nuværende tidspunkt er ekstremt ustabil.

Korruption and Bad Faith

Der findes et utal af empiriske eksempler på, hvordan "rovdyrs" aktiviteten specielt indenfor den finansielle sektor har ændret sig over tid. Vi vil komme nærmere ind på "rovdyrs" adfærd i afsnittet om control og finansiell fraud. Et godt eksempel på denne adfærd er subprime krisen, som udviklede sig til den finansielle krise, som vi netop har oplevet. Man oplevede i USA, at subprime udlån blev en kæmpe "ny" industri, som ikke var specielt godt reguleret fra nationalbankens eller statens side. Mange af subprimelånene blev udstedt til folk, som var nogle af de mest følsomme økonomisk set, havde et lavt uddannelses niveau og nogle var meget lidt oplyste i forhold til samfundet. Måske er denne adfærd ikke ulovlig, men den kan sagtens defineres under korruption.⁷³ Mange af bankrådgiverne vidste godt, at deres produkter kunne kategoriseres under "toxic waste", men da det var holdningen i disse banker, at der var okay at udlåne til disse personer fortsatte man. Og da banken alligevel solgte disse udlån videre til investeringsbankerne, stod de ikke med problemet på længere sigt.

Hertil siger Akerlof og Shiller, at konjunktursvingningerne er forbundet med fluktuationerne i den personlige holdning til, at engagere sig i, hvad der anses af samfundet for, at være en god adfærd, og til fluktuationerne i "rovdyrs" aktiviteten, som også er relateret til forandringer i muligheden for, at deltage i en sådan aktivitet. Men hvorfor er disse "rovdyrs" aktiviteter til tider meget udbredte og til andre tider næsten forsvundet? Staten har det med, at sænke paraderne i forhold til korruption og denne "rovdyrs" adfærd i optursperioder, eller efter en lang periode, hvor man ikke har oplevet korruption eller bedrageri. Dette betyder, at mange øjner muligheden for, at engagere sig i en "ondsindet" aktivitet, og jo flere der indgår i en sådan aktivitet uden at blive fanget, jo flere får det indtryk at det er nemt at slippe af sted med. Faldende regulering og øget tilladelse til innovation inden for bestemte sektorer, får også folk til at øjne muligheden for at indgå i en "rovdyrs" aktivitet. Da disse aktiviteter, selvom de er af økonomisk karakter, sjældent anses af økonomerne, som havende en betydning for den økonomiske udvikling, undlader de ofte, at skænke dem en tanke i forhold til deres modeller og teorier, og overlader dem i stedet for, til myndighederne og politiet.

⁷³ Akerlof & Shiller (2009), side 36

Når en "hel" kultur ændrer holdning til, hvad der er rigtig og forkert, er der tale om rene "Animal spirits", altså en slags gruppe adfærd. Der sker hele tiden ændringer i vores opfattelse af hvad der er rigtigt og forkert. Alt efter, hvilken periode i historien man ser på, er der forskellige moralske værdier og forskellige opfattelser af, hvordan man agerer sammen med andre mennesker. I nogle perioder er det individualisme, der bliver lagt vægt på og i andre er det, det store fællesskab. Det er en af de faktorer der ikke kan kvantificeres og dermed ikke medregnes i nogen model. Økonomer som interesserer sig for "Animal spirits" mener ikke, man kan se bort fra de kulturelle ændringer i et samfund, når man diskuterer økonomi, da samfundet som helhed også afspejles her.

Så det Akerlof og Shiller siger med denne teori er at, i optursperioder vil der være en tendens til øget aktivitetsniveau i "rovdyrs" adfærden, specielt hvis reguleringen indenfor visse sektorer er mangelfuld. De påstår også at holdningen til, hvad der er god forretningsopførsel ændre sig igennem tiden.

Definition af begrebet control fraud

Vi stiftede første gang bekendtskab med dette begreb, da vi så Michael Moores film, *Capitalism a love story*, heri medvirkede William Black, og han fortæller i filmen, hvordan denne form for fraud har ført til de finansielle bobler, og ikke mindst den finansielle krise. Da vi i maj i år, var på Keynes konferencen på RUC, startede James Galbraith den allerførste forelæsning, med at fortælle om den finansielle krise og dens udvikling i forhold til USA, han kom ind på begrebet financial fraud, som han mente var hovedårsagen til at vi netop står i denne krise. Vi kontaktede ham senere efter forelæsningen for, at finde ud af om det var det samme begreb, som William Black bruger, og det vidste sig faktisk, at Galbraith var en nær ven af Black og at han havde fået sin inspiration fra Black. Vi snakkede også med andre økonomer, herunder Marc Lavoie og Roy Rotheim på denne konference, som mente at netop dette begreb, burde danne basis for en analyse af den finansielle krise. De fleste af dem var af den overbevisning at dette control/financial fraud, kunne finde sted, på grund af den manglende regulering fra staten og nationalbankens side. Men de forklarede også, at uanset om der er regulering eller ej, så findes der en grad af control fraud i alle finansielle sektorer i alle lande. Derfor mener vi også at det er et meget relevant begreb, som bør berøres i forhold til vores analyse af den finansielle sektor i Danmark. Vi har jo selv i Danmark oplevet, at en række banker er gået konkurs og, at disse nu skal retsforfølges, så vores logik fortæller os, at der også har fundet control fraud sted i Danmark, måske ikke i den samme form eller den samme grad som i USA.

James Galbraith gav selv denne udtalelse overfor "Subcommittee on Crime and Senate Judiciary Committee" den 4. maj 2010:

"I write to you from a disgraced profession. Economic theory, as widely taught since the 1980s, failed miserably to understand the forces behind the financial crisis. Concepts including "rational expectations," "market discipline," and the "efficient markets hypothesis" led economists to argue that speculation would stabilize prices, that sellers would act to protect

their reputations, that caveat emptor could be relied on, and that widespread fraud therefore could not occur. Not all economists believed this – but most did.”⁷⁴

Galbraith kommenterer i samme tale, at der er få der studerer denne økonomiske fraud, og at der endnu ikke findes et research institut, som kigger nærmere på fænomenet. Han giver dog stor anerkendelse til de økonomer, som kigger nemmere på det, herunder William Black, George Akerlof og Paul Romer. Han mener samtidig, at behovet for studier indenfor dette felt er meget vigtig, hvis man ønsker at forstå og forebygge control fraud, som kan have store omkostninger for en hel økonomi.

Control fraud eller financial fraud

William Black selv definerer control fraud således;

“ A control fraud is a company run by a criminal who uses it as a weapon and shield to defraud others and makes it difficult to detect and punish the fraud... og fortsætter; Fraud is theft by deception: one creates and exploits trust to cheat others. That is one of the reasons the ongoing waves of corporate fraud is so devastating: fraud erodes trust. Trust is vital to making markets, societies, politics and relationships work, so fraud is particularly pernicious... og skriver videre; Control fraud are financial super predators that cause vastly larger losses than blue-collar thieves. They cause catastrophic business failures. Control frauds can occur in waves that imperil the general economy.”⁷⁵

Black siger i sin bog, at control frauds, er mennesker der er control freaks og grådige af natur. Det er mennesker som sidder i en stilling, som gør det muligt for dem at påvirke andre og ikke mindst ledelsen, hvis den pågældende person ellers ikke er leder i koncernen (Vi benytter her ordet koncern, fordi det i USA var de store finansielle institutioner, som oplevede control fraud). De skaber et ”bedrags venligt” virksomhedsmiljø og ansætter folk, som er med på, at udfører dette bedrag eller folk som ikke kan gennemskue dette bedrageri. Disse control fraud udnytter sig af de huller, som er i loven eller den mangel der er på reguleringen. Ofte er det personer, som sidder i koncerner, der er så store eller har en høj omsætning, så ingen ønsker at gøre de besværligt for dem. Disse mennesker er folk, som nyder den høje anerkendelse, ved at drive en af de mest profitable koncerner. Problemet med, at komme control fraud til livs er, at det ofte udvikler sig og spreder sig til andre koncerner, så i stedet for at stå med en situation med control fraud, så står man lige pludselig med 100. Her er det svært, at skelne mellem om det er en naturlig udvikling indenfor den finansielle sektor, eller om det derimod er en negativ udvikling, som viser sig at være en tikkende bombe for samfundsøkonomien.

Black fortsætter i sin bog med at skrive, at individuelle control frauds burde have top prioritet ved de regulerende myndigheder, fordi de forsager enorme tab, ikke kun for den pågældende koncern eller virksomhed, men også i forhold til andre dele af samfundet.

Der er ifølge Black to typer af koncern control fraud, den opportunistiske og den reaktive. Den opportunistiske er hele tiden på udkig efter, at få muligheden for, at lave bedrageri og derigennem opnå en gevinst, mens den reaktive control fraud, først forekommer når koncer-

⁷⁴ http://gregpytel.blogspot.com/2010/09/james-k-galbraith-fraud-at-root-of_1256.html

⁷⁵ Black (2005), side 1

nen er ved at gå konkurs. Dette skyldes, at den direktør som ellers altid har været ærlig, pludselig kan blive ramt af panik og derfor vælger at engagere sig i fraud, for ikke at tabe ansigt. Opportunistiske control fraud kan forekomme i bølger, idet at opportunisterne søger det bedste marked for fraud. Der er fire faktorer som er kritiske i forhold til opportunisterne; lempelse i forhold til at opnå kontrol med en virksomhed, svag regulering, rigelig mulighed for at lave regnskabsmæssig svindel og muligheden for en enorm vækst.

Control fraud investeringer er koncentrerede og drevet af fraud, og altså ikke af markedet, som mange økonomer vil argumentere at investeringerne er. Disse forsøger systematiske regionale, nationale, for ikke at sige globale økonomiske problemer. En af de mest i øjenfaldende ting ved den finansielle sektor var, hvor ens de control frauds var i USA. Næsten alle koncentrerede sig om store, spekulative byggeprojekt investeringer under den nuværende krise, dette gjaldt også for Danmark.⁷⁶

Økonomer skelner mellem systemisk risiko og risiko, systemisk risiko har indflydelse på den indre struktur, og henvender sig til en bestemt sektor, mens risikoen er unik for en bestemt koncern. Systemisk risiko kan udsætte en hel region eller en national økonomi for fare og tab. Systemisk risiko har det med skabe en masse control frauds.⁷⁷ Systemisk risiko forårsager, at alle control frauds forekommer på samme tid, da disse control frauds koncentrerer sig om en bestemt sektor, som fremmer de bedste muligheder for, at skabe det bedste kriminelle miljø. De koncentrerer sig hovedsageligt om investeringer, som er ideelle for fraud, hvilket gør at der skabes bobler indenfor denne sektor, og disse bobler må kollapse på et tidspunkt, da de er styret af fraud.

Empirisk belysning af konkrete nødlidende banker

Vi har de seneste år, set en række banker gå konkurs her i Danmark. Vi har valgt at tage udgangspunkt i Roskilde Bank, EBH Bank, samt Amager Bank. Vi ved, at de to førstnævnte allerede er politianmeldte af Finanstilsynet, for at have lavet en række ulovligheder. Vi vil derfor også gennemgå disse meget grundigt da vi her vil forsøge, at sandsynliggøre at teorien om controlled fraud, korruption og bad faith spiller en rolle i forhold til netop disse to bankers konkurs.

Vi ønsker endvidere, at finde ud af om det er de samme faktorer, herunder også om ”rovdyrs adfærden” har været en medvirkende faktor, til at disse tre banker måtte bukke under, eller om det er forskellige årsager der ligger til grund til for konkurserne.

Roskilde Bank

Roskilde blev grundlagt tilbage i 1884 og var kendt som en bank, hvor generationer af familier havde deres penge, det var en meget vellidt bank, som kunderne havde stor tillid til. Banken støttede især op om det lokale erhvervsliv, og var stor sponser ved Roskilde festivalen. Banken var kendt som en lokal bank, der havde filialer i det meste af hovedstadsområdet, og havde hovedkontor i Roskilde. I 1978 blev den unge Niels Valentin Hansen udnævnt, som direktør for Roskilde Bank, og han skulle vise sig, at få stor betydning både for bankens enorme vækst, som gjorde banken til en af Danmarks otte største banker, og ikke mindst bankens konkurs i 2008. I 1990'erne kommer det til et grimt opgør i bankens bestyrelse, som skyldtes at Ole Bjørn Nielsen, som på daværende tidspunkt var næstformand, mente at Va-

⁷⁶ Black (2005), side 5-6

⁷⁷ Black (2005), side 5-6

lentin dominerede bankens bestyrelse for meget, samt at Valentin prøvede at vaske hænder i banken, ved at lade den overtage, hans dårlige investeringsprojekt i erhvervsgrunde, i Trekroner området. Da Ole Bjørn Nielsen ikke fandt synderlig opbakning hos de andre bestyrelsesmedlemmer, valgte han at trække sig. I 1996 fusionerede Roskilde Bank med Ringsted sparekasse. I 1997 vil Valentin have sin gode ven Niels Winter, som bestyrelses formand, hvilket han får, på trods af protester fra nogle af de øvrige medlemmer af bestyrelsen. Protesterne går på at Niels Winter har meget store lån i Roskilde bank, og man mener derfor ikke at han kunne handle på "andres" vegne, men kun på sin egen, med andre ord mener man ikke han er objektiv nok. Valentin styrker derved sin position i forhold til bestyrelsen, og får nu endnu nemmere ved, at realisere nogle af sine ideer. Banken afleverer, år efter år, rekord regnskaber og i år 2000 kåres Roskilde Bank for fjerde gang i træk, som Danmarks mestre i bankdrift af Økonomisk Ugebrev. Banken begynder ligesom næsten alle andre banker i Danmark, at tilbyde aktier til deres kunder, hvilket også bidrager til den enorme vækst i banken. Samtidig får Valentin en række aktieoptioner, som er bundet op på hvorledes bankens aktier og banken klarer sig, det vil altså sige, at stiger Roskilde bank aktierne, så stiger Valentins privat bonus. Han får disse aktieoptioner på en gang, hvor man inden for normal bankkutyme får uddelt disse optioner lidt af gangen. Dette gør, at Valentin nu fokusere på at få så stor en bonus, som overhovedet muligt. I starten af årtusindskiftet, vælger Valentin, at samle sine erhvervsafdelinger under ét tag, og der ansættes en erhvervsdirektør, til at kontrollere udlånene i denne afdeling. Som årene går låner erhvervsafdelingen flere og flere penge ud, hvilket der jo ikke er noget galt i, men de kunder, de begynder at tage ind, er "dårlige" entreprenør-kunder, med mange konkurser bag sig. Udlånene går til ejendomsprojekter, hvilket på daværende tidspunkt ikke virker foruroligende, da der er en stor vækst indenfor byggesektoren. Men man vælger at tage kunder, som Jørgen Olsen ind i banken – Jørgen Olsen er den mand, som er beskyldt for, at Kroner Bank gik fallit tilbage i 1990'erne – man vælger at låne 700 mio. kr. ud til Jørgen Olsen til et byggeprojekt.

Valentin og bankens direktion beslutter sig nu for, at sende breve og e-mails ud til deres kunder om, at man kan låne penge i banken til at købe bankens aktier, samtidig råder flere af bankrådgiverne også kunderne til, at låne penge til bankens aktier. Flere end 2000 kunder vælger, at tage lån i banken til at købe bankens aktier, og i 2006 stiger aktierne voldsomt. Hverken direktøren eller direktionen, er bange for den eventuelle risiko de løber ved at låne penge ud, selv om Finanstilsynet er bekymrede for udviklingen i bankens udlån. Valentin og direktion vælger også flere gange at gå direkte uden om bestyrelsen ved udlån på over 50 mio. kr. og der kommer efterhånden en masse efterretningssager i forbindelse med udlån, som bestyrelsen ikke har været informeret om. Valentin undskylder overfor bestyrelsen og finanstilsynet og forklarer, at nogle af disse udlån over 50 mio. kr. ikke har kunnet vente med at blive fremlagt og godkendt på det næste bestyrelsesmøde. Finanstilsynet er meget bekymrede for bankens solvens og i 2006 udgør reserveerne kun 10,75 kr. ud af 100 kr. til udlån. Banken har et solvensproblem og er nødsaget til, at skaffe egenkapital, som sker ved at banken sælger ud af egne aktier, og derved skaber en større reserve. Banken nærmest propper aktierne ned i halsen på deres kunder, og selv Valentin begynder at sende private e-mails ud til erhvervskunderne om, at de skal købe aktier. Flere af erhvervskunderne bliver kontaktet op til flere gange og takker i første omgang nej. Men dette godtager erhvervsafdelingen ikke og de begynder at ringe rundt til erhvervskunderne for at få dem til at købe aktier. Flere af kunderne føler sig pressede til at købe aktier, fordi de er bange for at banken ellers vil opsige deres lån. Mange af de kunder som køber aktier, skriver under på en uigenkaldelighedsfuld-

magt, mange af dem ved ikke, hvilken betydning dette vil få senere for dem. En uigenkaldelighedsfuldmagt, betyder at hvis aktierne begynder at falde kan man ikke sælge dem, man har med andre ord ikke dispositionsretten over aktierne, hvis de falder, dette har kun banken, men hvis de stiger, har man dispositionsretten til at sælge dem.⁷⁸ Men også de erhvervskunder, som vil låne penge i banken kan nu kun låne penge, hvis de samtidig køber aktier i banken. Solvensproblemet i banken stiger, og samtidig begynder det i 2007 at gå dårligere i byggesektoren. Mange af de som havde lånt penge i erhvervsafdelingen, er nu ikke i stand til at betale deres lån tilbage. Dette får aktiekursen til at falde drastisk. I 2007 går Niels Valentin af som administrerende direktør, efter 28 år i stillingen og Søren Kaare-Andersen udnævnes, som ny direktør for Roskilde Bank. Finanstilsynet som kender til de risikable udlån til de ”dårlige” entreprenører, skærper nu tilsynet med Roskilde bank og har da heller ingen indvendinger til regnskabet fra banken i 2007. I april 2008 fremlægges bankens første kvartalsregnskab, og dette regnskab viser, at banken stadig tjener penge selv om den globale finanskriser lige er startet. Forventningerne til bankens indtjening for hele 2008 fastholdes derfor på 610-620 mio. kr. efter nedskrivninger. 1. juli 2008 sænker Rating bureauet Moody’s deres vurderinger til bankens indtjening og kun 9 dage efter nemlig den 10. juli er Roskilde Bank på fallittens rand, og får derfor en likviditetsgaranti hos National Banken. Men aktierne stopper ikke med at falde og er mere eller mindre, ingen penge værd mere. Nationalbanken vurderer, at de samlede tab på Roskilde bank er 3 mia. kr. Banken sættes til salg og i august 2008 overtager National banken Roskilde bank. Man forsøger efterfølgende, at sælge den gode del af banken til andre banker, men forgæves og det lykkedes ikke at rede banken og dens aktionærer. Efter nærmere eftersyn af banken, opgøres det samlede tab i Roskilde bank til 9 mia. kr. Rigsrevisionen kræver en rapport fra finanstilsynet i slutningen af 2008 og bagmandspolitiet sættes på sagen efter finanstilsynet har afleveret denne rapport.⁷⁹

EBH bank

EBH bank var en lokal bank med hovedsæde i Fjerritslev, og havde 12 filialer primært i Han Herred området, men også et i København og Århus, samt et datterselskab i Tyskland, Deutsche EBH. Banken blev stiftet i 1992 under navnet Egnsbank Han Herred, og var en fusion mellem Han Herred Sparekasse og Fjerritslev Bank A/S. I marts 2005 skiftede banken navn til EBH bank. Koncernen omfatter datterselskaberne EBH administration, EBH anparter, EBH dmk, EBH ejendomme, EBH finansservice, EBH leasing, deutsche EBH og Midt Factoring med afdelinger både i Danmark og Tyskland.⁸⁰

Banken foretager i midten af november 2008 en række store nedskrivninger, efter at have tabt store udlån til ejendomsbranchen. Nedskrivningerne omfatter så store beløb, at bankens solvensgrad kom under mindstekravet. Ledelsen orienterer Finanstilsynet og indgår i en dialog om, at finde nye ejere af bankaktiviteterne.⁸¹

Den 28. november 2008 lukkes EBH bank og overtages af Finansiell Stabilitet. Flere aktionærer var samlet udenfor hovedkontoret den aften, blot for at konstatere at bankens pengekasse var et stort hul.

Den 27. april 2009 meddeler Finanstilsynet, at de har mindst en ledende medarbejder og et bestyrelsesmedlem i EBH bank under mistanke for, at have misbrugt sin viden om bankens

⁷⁸ DR Dokumentar

⁷⁹ DR Dokumentar

⁸⁰ <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2008/09/22/024730.htm?rss=true>

⁸¹ <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/ebh-bank-ramt-af-insolvens/?id=17990758>

krise og har udført et ulovligt aktiesalg op til bankens kollaps i september 2008.⁸² Finanstilsynet meddeler endvidere, at de har overdraget sagen til Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet (SØK). Samme dag meddeler Fondsbørsen, at de har været mistænksomme overfor aktieudviklingen i september 2008. Fondsbørsen pointerer, at EBH aktierne havde holdt et forholdsvis højt niveau op til den 8. september, hvor den kunne købes for 437 kr. Prisen falder herefter og kan den 19. september købes for under det halve – 207 kr. og netop samme dag styrtdykker aktien med 20 %, selv om andre bank aktier oplever en stor stigning, idet der er forventninger om en amerikansk redningspakke. Den 19. september sælges der ligeledes en rigtig stor mængde af EBH aktier, ca. 5400 aktier.

Om natten til den 22. september melder banken ud at de har akut brug for likviditet og EBH's aktier overføres herefter til Fondsbørsens observationsliste.

I 2009 indleder den daværende bestyrelse en advokat undersøgelse af EBH bank, for at se om der kan stilles et retsligt ansvar overfor den tidligere ledelse, revisorer, eller andre i forbindelse med bankens krak i 2008, hvor banken også kom under finansiell stabilitet.⁸³

De to bankdirektører i EBH bank fik i årene fra 2005-2007 udbetalt flere millioner kroner i bonus gennem EBH Fonden, Jens Nielsen fik udbetalt 2,5 mio. i bonus, mens Finn Strier Poulsen fik udbetalt 3. mio. kr. i bonus. Det har aldrig været fondens pligt at betale bonusser til de to direktører, faktisk stod der i administrationsaftalen mellem banken og fonden, at det var banken som stod for alle lønomkostninger. På denne måde figurerede bankdirektørernes bonusser heller ikke i bankens regnskab. Efter erhvers- og selskabsstyrelsen i 2009 bestilte en rapport som skulle lave en kulegravning af EBH Banks fond, kom det frem direktørerne ikke var berettigede til disse bonusser.

Efter advokat undersøgelsen, valgte den daværende bestyrelse at politianmelde den tidligere ledelse af EBH bank. Med politianmeldelsen, er der stillet en række erstatningskrav, overfor den ledende direktion i banken og bestyrelsen, revisoren går heller ikke fri for denne anmeldelse.

Den 26. marts 2010, meddeler Finanstilsynet at de har politianmeldt EBH bank og fonden for kursmanipulation for 300. mio. kr. Der blev ifølge Finanstilsynet foretaget ulovlige støtteopkøb af EBH aktier for ca. 300. mio. kr. Finanstilsynet overvejede stadig i 2010 om der var grundlag for at politianmelde personer for overtrædelser, i forhold til lov om finansiell virksomhed eller anden lovgivning i forbindelse med krakket af EBH bank.

Finanstilsynet lavede en redegørelse over, hvad der havde fundet sted i banken op til dens krak i 2008. I denne konkluderede Finanstilsynet, at det var EBH banks kraftige udlånsvækst for lånte penge, i samspil med en række store og risikofyldte udlån i forhold til ejendomsbranchen og pantebreve, der til sidst fik banken til at krakke. Trods et utal af advarsler fra Finanstilsynet, om at banken løb en for høj risiko, fastholdt banken deres kurs, og fastsatte deres engagementer inden for ejendomsbranchen. Men da der skete en kraftig nedgang på ejendomsmarkedet og den finansielle krise for alvor begyndte at vise sig, måtte banken dreje nøglen om, og give op.⁸⁴

Ligesom EBH bank, blev Roskilde Banks revisorer også politianmeldt på baggrund af, at revisor lovgivningen ikke er blevet overholdt, og fordi rådgivningen i forhold til bankerne havde været mangelfuld.

⁸² <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/ebh-mistanke-om-insiderhandel/?id=21958167>

⁸³ <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/ebh-bank-skal-undersoges-af-advokater/?id=21976560>

⁸⁴ <http://www.business.dk/finans/politisag-mod-hele-topledelsen-i-den-krakkede-ebh-bank>

Finansforbundet konkluderede i 2009, at flere af de valgte bestyrelsesmedlemmer, i de konkursramte banker kan risikere at blive politianmeldt, og derved risikere, at blive stillet overfor en række erstatningskrav. Bliver de dømt for det de er blevet anmeldt for og der stilles erstatningskrav, kan disse personer risikere, at blive personligt ruineret. Men også direktører og revisorer i de konkursramte banker er blevet politianmeldt, og der er også her stillet erstatningskrav.⁸⁵

Amagerbank

Amagerbank blev skiftet tilbage i 1903, med Emil Bernard Petersen i spidsen og havde en ambition om at være en lokal bank, som skulle tage sig af bankkunderne i amagerområdet. Banken hed i starten "Kastrup bank", fordi den dækkede de lokale bankforretninger i Kastrup. Da den åbnede var den Danmarks mindste bank, med en aktiekapital på 10.000kr.⁸⁶

Tilbage i 2008 melder bankens ledelse ud, at banken er kernesund og at de nok skal overleve den finansielle krise. Men meget kort tid efter udsender banken en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det fremgår at banken er presset og er nødsaget til at låne penge af nationalbanken, hvis den skal overleve. Folketinget vedtager i 2008 en bankpakke som skal hjælpe de nødlidende banker på ret fod igen, og Amagerbank reddes i første omgang af denne.

Banken er efterfølgende nødt til, at lave store nedskrivninger i forhold til forventningerne til årets resultat, og denne nedskrivning lyder på 900 mio. kr., efter at have lidt store tab i bolig- og byggesektoren. Banken kommer ud af 2008 med et underskud på 694 mio. kr. før skat. I april 2009 søger banken om et lån på 1,4 mia. kr. fra bankpakke II. Samme år vælger man i banken, at lave en aktieudvidelse, for at skaffe egenkapital, også rigmanden Karsten Ree kaster en halv mia. kr. i banken, for at redde den fra konkurs. 2009 byder på et underskud på ikke mindre end en halv mia. kr. og banken er samtidig nødsaget til, at nedskrive udlån med en halv mia. kr. I 2010 kommer det frem, at banken har tabt 300 mio. kr. på valutaspekulation, og banken står igen i store problemer.

Finansiell Stabilitet kræver i august 2010 at banken inden den 15. september stiller 750 mio. kr. mod en statsgaranti på 13,5 mia. kr. og kræver samtidig to pladser i bestyrelsen. Bankens ledelse erkender, at den risikerer betalingsstandsning, hvis ikke denne kapital kan rejses i tide. Banken indkalder derfor til en ekstraordinær generalforsamling, hvor de får et ja af aktionærerne til deres redningsplan, som går ud på, at udstede nye aktier som vil blive solgt til en kurs på 3 kr. Dette betyder at de daværende ejere af de gamle aktier, tvinges til at købe de nye, hvis deres nuværende aktiebeholdning ikke skal falde voldsomt i værdi. Dagen før deadline for aktieemissionen vælger storaktionæren Karsten Ree, at nytægne sin aktiebeholdning på 30 %, svarende til godt 300 mio. kr. i banken. Amagerbanken offentliggør efter dette, at bankens redningsplan har virket og banken igen er reddet fra konkurs. Investorerne har bakket op om bankens redningsplan, og banken får godt og vel 900 mio. kr. ud af denne aktieemission. I midten af november vælges advokat Niels Heering som ny formand for bankens bestyrelse, og afløser dermed N.E. Nielsen som vælger at trække sig. Amagerbankens ledelse vælger den 6. februar 2011, at smide håndklædet i ringen efter utallige redningsfor-

⁸⁵ <http://www.business.dk/finans/politisag-mod-hele-topledelsen-i-den-krakkede-ebh-bank>

⁸⁶ http://www.amagerbanken.dk/om_banken/om_banken?OpenDocument

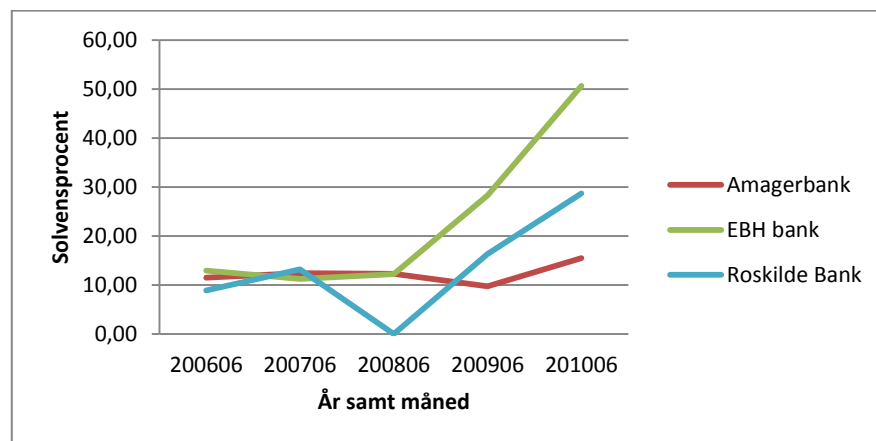
søg, og lade sig overtage af Finansielt stabilitet.⁸⁷ Amagerbanken blev den 1. juli 2011, en del af BankNordik, som overtog de sunde dele af banken fra Finansielt Stabilitet.

Af tabellen og grafen nedenfor ses de tre bankers solvens grad. Amager Bankens solvensgrad ligger rimeligt stabilt hen over hele perioden, og ligger også over mindste kravet for solvensgraden. Vi kan se at deres solvensgrad, fra 2009 og til 2010, stiger fra 9,70 til 15,50, hvilket tyder på at banken i denne periode, har forøget deres egenkapital. EBH bank ligger som Amager bank også rimelig stabilt i perioden 2006 til 2008, efter deres konkurs i slutningen af 2008, overtages de af finansielt stabilitet, og dette er også årsagen til at bankens solvensgrad stiger drastisk. Roskilde Bank ligger i 2006 på 8,9, hvilket ikke er ret meget over mindstekravet, men stiger dog til 13,2 i 2007. I 2008 overtager National Bank Roskilde bank og dette er også årsagen til at solvensgraden er nul, men i 2009 stiger solvens graden igen.

Tabel 7 - Solvensgrader i konkursramte pengeinstitutter⁸⁸

År	Amager Bank	EBH bank	Roskilde Bank
2006 06	11,50	12,90	8,90
2007 06	12,40	11,20	13,20
2008 06	12,30	12,20	0,00
2009 06	9,70	28,30	16,30
2010 06	15,50	50,60	28,70

Figur 14 - Udviklingen i konkursramte bankers solvensgrader



Vi har også medtaget yderligere end graf, som viser udlånsvæksten fordelt på bankgrupperne 1, 2 og 3, hvor 1 er de største banker i Danmark, 2 er de næststørste og 3 er de mindste⁸⁹. Ud fra grafen kan vi se at det er gruppe 2 og 3 som har den største udlånsvækst. Netop indenfor for disse to grupper ligger de banker som vi netop har gennemgået. Der er en række banker i

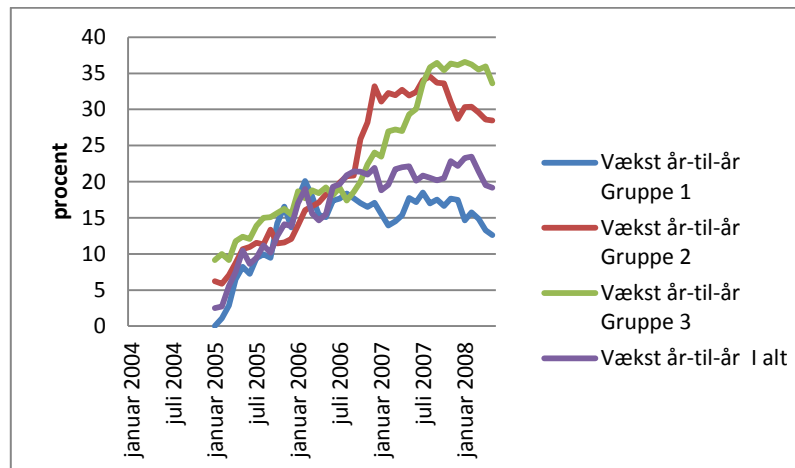
⁸⁷ <http://politiken.dk/erhverv/ECE1188379/amagerbanken-er-krakket/>

⁸⁸ Egen tabel og graf – tal fra Finanstilsynet

⁸⁹ Se bilag for præcisering

Danmark, som er gået konkurs efter finanskrisen startede, og fælles for alle disse banker var, at de netop lå i enten gruppe 2 eller 3. Vi kan se, at i forhold til gruppe 1, så har de to andre grupper haft en enorm udlånsvækst fra 2006 til 2008. Derfor vil det heller ikke forbavse os, hvis endnu et par banker må bukke under fra presset, de kommende måneder.

Figur 15 - Årlig udlånsvækst fordelt på grupper⁹⁰



Et af de spørgsmål vi har været nødt til at stille os selv i forbindelse med gennemgangen af de tre konkursramte banker, er hvorfor Finanstilsynet gang på gang går ud og siger, at de kendte til bankernes spekulative og risikofyldte udlån, i forhold til bygge- og ejendomssektoren, og ikke gør andet end at advare bankerne mod noget de allerede ved. Hvorfor er det, at Finanstilsynet først efter bankerne er gået konkurs vælger at politianmelde, ledelse, bestyrelse og revisorer? Hvorfor er der ikke lavet advokatundersøgelser imens bankerne eksisterede, således at man kunne have fundet ”skidtet” inden de gik konkurs? Det virker på os som om, at den regulerende myndighed, der findes til at håndhæve regler og søge for god banksskik, har sovet i timen, eller i hvert fald ikke været den regulerede enhed som den burde være. Og så bliver man jo nødt til, at spørge sig selv om, der er nogen grund til denne myndighed eksistere, når der ikke bliver gjort andet end at advare fra deres side af. Minsky ville i denne sammenhæng have sagt, at fungere den regulerende institution ikke, så må den afvikles eller udvikles til noget bedre. Det virker som om politianmeldelserne, er en måde hvorpå de kan vaske hænder, og vise at de har lidt magt. Havde de nu indledt en række undersøgelser af disse banker tidligere og efter disse undersøgelser, politianmeldt de personer som havde lavet kriminalitet, og havde de afsat bankdirektører, som de har bemyndigelse til, så havde flere banker også frygtet dem og mange havde måske også reageret på deres advarsler, og rettet op på dette.

Der er ingen tvivl om at Roskilde Bank og EBH Bank, har ligheder med teorien om Control Fraud. I begge bankers tilfælde, sker der kriminelle handlinger, fordi en ledende person vælger at indgå i risikable arrangementer, men trods dette vælger ”alle” i disse banker at følge med på dette. Den mulige kriminelle adfærd bliver dermed en del af arbejdsmiljøet, og bliver accepteret. Vi vil derfor konkludere, at fænomenet Controlled Fraud, har fundet sted også i de danske banker.

⁹⁰ Nationalbanken (Se bilag for gruppdeling af banker)

Alle tre banker kan konkluderes, at have haft en ”rovdyrs” adfærd, idet de alle har øjet muligheden for at opnå en gevinst, ved at lave spekulative investeringer i forhold til bolig- og byggesektoren. Alle har de tabt penge på disse spekulative investeringsprojekter, og er i sidste ende, endt med at gå konkurs, da de ikke stod til at redde. Man kan i dette tilfælde, godt argumentere for, at der her, i hvert fald i forbindelse med Roskilde Bank og EBH Bank, har været tale om en form for opportunistisk Control Fraud, i forbindelse med investeringerne og udlånene til bolig- og byggesektoren, da disse to banker, gav grønt lys til udlån til en række byggeherre og boligspekulanter, som allerede tidligere var gået konkurs inden for samme sektor. Banken har i forbindelse med disse udlån, lånt mange mio. kr. ud og har allerede fra starten af vidst, at de var personer som kunne udgøre en stor risiko for banken, hvis det gik galt.

Men trods risikoen, ved at låne penge ud til netop disse personer, valgte bankerne alligevel, at lade sig rive med, med udsigterne til en øget profit og af den høje optimisme, som var indenfor bolig- og byggesektoren. Mange andre banker lod sig selvfølgelig også rive med af den voksende optimisme, og de voksende priser på boliger, så det virker også som om, at hele det finansielle marked, fik en mere afslappet holdning til udlånene i forhold til bolig- og byggesektoren, fordi det gik rigtigt godt og havde gjort det i en årrække indenfor denne sektor.

Samtidig kan man også argumentere for at Roskilde Banks og EBH Banks ledelse, til sidst indtager en rolle som reaktiv Control Fraud, da de i begge banker prøver, at lave nogle kriminelle handlinger, for at redde banken. I Roskilde bank begynder man f.eks. at låne penge ud til folk for, at de skal købe bankens aktier, for på den måde at opnå en bedre solvensgrad. I EBH Bank, kommer det frem, at bankdirektørerne har modtaget uberettigede mio. bonusser gennem bankens fond, og at der havde fundet en kursmanipulation sted, få dage inden banken går konkurs, hvilket også tyder på reaktive Control Fraud.

I Amager Banks tilfælde er der endnu ikke foretaget nogen politianmeldelser, og det er endnu for tidligt at svare på om dette vil ske her, da Finanstilsynet endnu er ved at lave en undersøgelse over, hvad der har fundet sted i banken i perioden op til dennes konkurs.

Vi regner ikke med, at de to tilfælde med Roskilde bank og EBH bank er enkeltstående tilfælde på at Control Fraud kan finde sted i Danmark, men forventer, at der med tiden vil komme flere sager af denne art.

Med hensyn til ”rovdyrs” adfærden, så har stort set alle banker i Danmark ville have en del af kagen i forbindelse med den blomstrende bolig- og byggesektor, og dette må også være årsagen til at nogle banker har løbet nogle uhyre høje risikoer i forbindelse med udlån og investeringsprojekter til denne sektor, og senere knækket nakken på dette da det gik galt.

Historiefortællinger

Den menneskelige hjerne er bygget til at tænke i historier, begivenheder og beretninger, og vores hukommelse bygger på disse fortællinger og begivenheder. Fakta optages bedst, hvis det er i forbindelse med en historie eller en beretning dette indtages, korttidshukommelsen kan kun optage og gennem tørre facts i en kortperiode. Disse tørre fakta påvirkes som regel ikke idet at de kun er i hjernen i en kort periode, mens langtidshukommelsen påvirkes gennem årene. Vi gemmer historier omkring vores barndom og detaljer om hvordan man var

som teenager og de tidlige år af voksenlivet, ja vi gemmer faktisk historier i vores hjerne omkring vores liv, hele livet. Disse minder hjælper os med at definere hvem vi er som personer, hvor man er på vej hen, og hjælper med at motivere en igennem hele livet.

Menneskelig samtaler, fortælles ofte igennem historier og når en person fortæller en historie, kommer den person som lytter ofte i tanke om en relateret historie, og denne person fortæller så hans historier og den første person kommer så igen i tanke om en ny historie som er relateret dertil, og således fortsætter samtalen. Samtalerne flytter sig ofte fra et emne til et nyt emne, og den menneskelige hjerne kan ikke gemme alt fra samtalen, men gemmer en historie derfra, derved kan der undlades vigtige aspekter fra denne samtale, da man som menneske ikke selv altid er herre over, hvad hjernen gemmer fra samtalen. Minderne har det med at ændre sig lidt efter lidt som tiden går og som person også udvikler sig, ændres nogle af minderne også til en historie, som passer bedre i forhold til det liv man lever eller i forhold til den opfattelse man har af sig selv.

Politikerne er dagligt i medierne for at tale deres sag, og her benytter de sig af historier og beretninger, om f.eks. den økonomiske udvikling, de prøver at vinde tillid, ved at fortælle en historie eller en beretning, som kan skabe troværdighed omkring deres mål, værdier og ambitioner.

Det anses derimod som uprofessionelt, hvis en økonom, basere hans analyse på en historie, fordi der indenfor denne arena forventes at vi forholder os til kvantitative facts og teorier og helst en teori, som er baseret på at optimere de økonomiske variable.⁹¹ Men der er nu god grund til at være varsomme med at benytte sig af historie fortællinger, og dette skyldes at det som regel er medierne, som vi får vores historier fra og de er mestre i at skabe de historier, som vi ønsker at høre, samtidig har de det også med at overdrive eller overanalysere i forhold til de historier de laver. Men hvad nu hvis det er historierne fra medierne som får markedet til at bevæge sig, og hvad hvis de historier som medierne har fortalt i forhold til økonomien er overdrevet, og at disse yder indflydelse på de reale faktorer? Her kan man som økonom ikke længere se bort fra historien, mener Akerlof og Shiller og sige at netop her er man som økonom, nødt til at finde ud af hvad der er op og ned på historierne, for at finde de facts, som er nødvendige for at forstå, hvorfor økonomien har forandret sig.

Akerlof og Shiller siger også at tilliden eller mistilliden hos nationen eller en stor gruppe, ofte er forbundet til en historie. Confidence er dermed ikke kun en emotionel følelse ved det enkelte individ, det er også en tiltro til det de andre fortæller er rigtigt. Historier kan få folk til at gå fra at have mistillid til at have tillid. Det er netop det, vi har oplevet i den nuværende krise, hvor historiefortællinger om den amerikanske økonomi, har skabt mistillid først til en hel sektor og derefter en hel økonomi. For at forstå opturen, inden den finansielle krise, skal man først forstå, hvilke historier der ligger til grund for denne optursudvikling. Bevægelserne i confidence kan læses ud fra aktiemarkedets udvikling, er det høj confidence vil aktiemarkedet udvikling være stigende⁹²

Den økonomiske confidence i forhold til tidligere historier og kriser, har det med at blive glemt eller komme bagerst i rækken. I optursperioden var historierne omkring tidligere økonomiske kriser, meget begrænsede, og derfor glemte folk også at dette kunne ske igen. Deres confidence var høj, og det samme gjaldt forbruget, investeringerne og lånemulighederne.

⁹¹ Akerlof & Shiller (2009), side 54

⁹² Akerlof & Shiller (2009), side 55

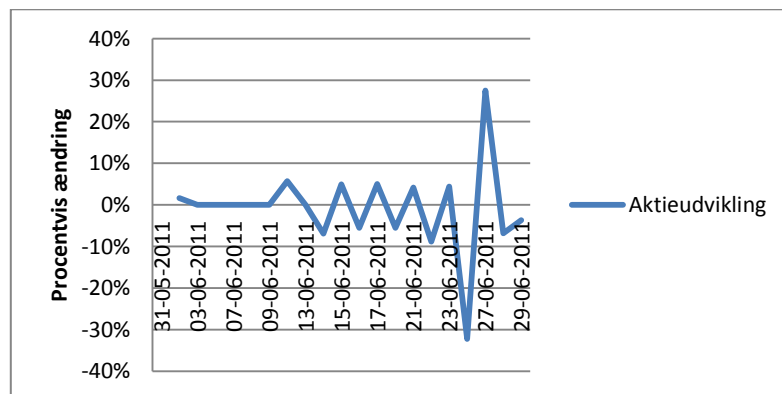
Forandringer i historiefortællingerne kan ændre både forventningerne i forhold til fremtidig økonomisk succes og confidence.

De danske bankaktiers følsomhed overfor generelle stemninger – et eksempel

Vi har ovenfor medtaget teorien om historiefortællerne, og hvordan disse kan påvirke den økonomiske udvikling. Nedenfor har vi medtaget et konkret empirisk eksempel, hvori det netop fremgår hvorledes historierne kan have betydning for, hvordan økonomien bevæger sig.

Den 23. juni 2011 bragte børsen en liste med risikovurderingen af 99 danske banker⁹³. Denne risikovurdering vakte forholdsvis megen interesse, og blev ligeledes omtalt i Både B.T. og TV2 nyhederne⁹⁴. De tre banker Fjordbank Mors, Aarhus Lokalbanc og Max Bank som ligger nederst på listen, er dem der bliver omtalt mest. Der bliver i pressen lagt stor vægt på, at de tre bankers risikoindeks, nu er højere, end det som de krakkede banker Roskilde Bank og Amager Banken havde, da de gik ned. Den megen negative omtale, gjorde livet meget svært for de omtalte banker, og deres aktiekurs styrteddykkede. Fjordbank Mors havde allerede inden listen blev offentliggjort, kastet håndklædet i ringen, og erklærer også banken konkurs den 24. juni, men de to andre banker, må se på, mens rygter svirrer og kunder frygter for deres aktiver.

Figur 16 - Procentvis udvikling i aktiekursen for Aarhus Lokalbanc⁹⁵

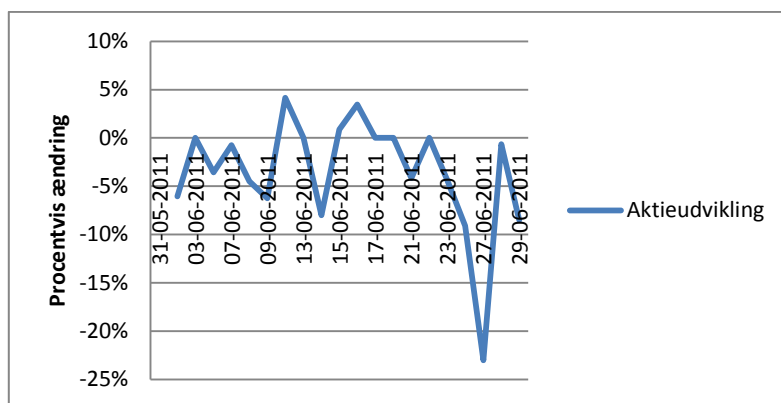


⁹³ Se bilag

⁹⁴ <http://nyhederne.tv2.dk/article.php/id-41075020:se-om-din-bank-er-med-i-risikovurdering.html>

⁹⁵ <http://www.euroinvestor.dk> og egne beregninger

Figur 17 - Procentvis udvikling i aktiekursen for Max Bank⁹⁶



De to figurer viser tydeligt, hvor stor betydning den negative omtale har. Begge aktier styrt-dykker umiddelbart efter listen offentliggøres, og begge mere end 20 %.

Ovenstående eksempel, med udmeldingen i Børsen, viser tydeligt, hvor stor tiltro, den danske befolkning har til et medie som TV2, og at disse er i stand til, at påvirke bankernes økonomi, om end det i dette tilfælde begrænsede sig til en kort periode. Den aktuelle historie, blev af TV2 taget ud af kontekst, og fremstillet som en sandhed, og ikke som intentionen var, en del af sandheden.

Reaktioner på udmeldinger fra de danske medier, har i større og større grad indflydelse på samfundet og herunder også økonomien. Da krisen kun var ganske spæd, lykkedes det da også medierne, at forstærke troen på, at der var noget galt i den finansielle sektor, hvilket kan have forstærket de oprindelige reaktioner.

Her ser man igen et tegn på, hvad det er der ligger bag de beslutninger som bliver taget i husholdninger, i virksomhederne og på landsplan. De bygger i hvert fald ikke fuld information.

Afdragsfrie lån

Gennem de sidste 25 år, har vi set en løbende liberalisering indenfor kreditområdet, hvilket har resulteret i, at der i dag er mere 100 forskellige realkreditlån, år alle varianterne tælles med. Grundlæggende er der tre hovedtyper af realkreditlån man kan optage, de fastforrentede realkreditlån, de rentetilpassede realkreditlån og de variable realkreditlån.⁹⁷ Disse lånetyper kan alle kombineres med perioder og med afdragsfrihed, eller optages i deres rene form.

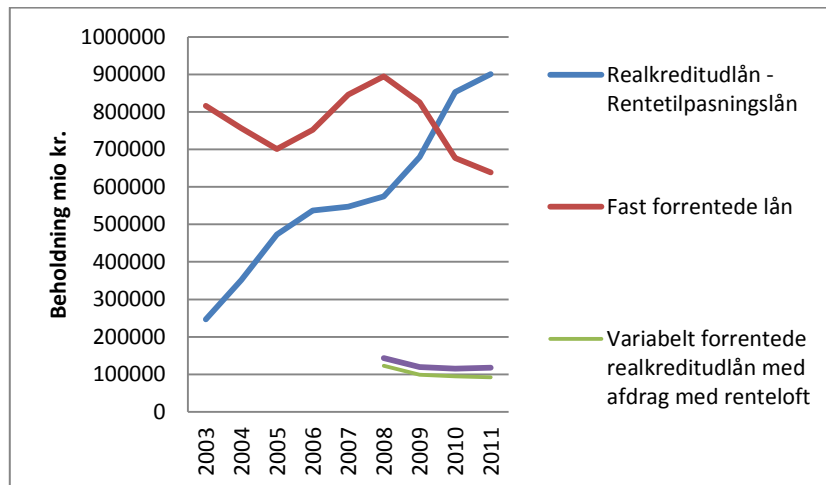
Udviklingen i beholdningen af disse tre hovedtyper realkreditlån ses nedenfor i en graf for årene 2003-2011, og bygger på et vejet gennemsnit for alle årene. Grunden til at grafen kun går tilbage til 2003 er, at der senere medtages en graf for de samme lånetyper. Heri medtages beholdningen i forhold til de tre lånetyper, og da muligheden afdragsfrihed med de afdragsfri lån først blev introduceret i 2003, ser vi ingen grund til at gå længere tilbage.

⁹⁶ <http://www.euroinvestor.dk> og egne beregninger

⁹⁷ [http://www.realkreditraadet.dk/Realkreditlån/Låntyper/Lån_med_variabel_rente_\(med_eller_uden_renteloft\).aspx](http://www.realkreditraadet.dk/Realkreditlån/Låntyper/Lån_med_variabel_rente_(med_eller_uden_renteloft).aspx)

Vi kan i denne figur 19 se, at de rentetilpassede lån, har været meget stigende, hvilket indikerer at de har været populære blandt de danske boligejere. Til gengæld falder udlånene i forhold til de fastforrentede lån. Dette indikerer også, at flere danske boligejere har været mere spekulative i forhold til deres optagelse af lån. De variable lån ligger ret konstante i hele perioden, og er på ingen måde dominerende i forhold til de andre boliglån.

Figur 18 - Udvikling i de tre hovedlånetyper⁹⁸

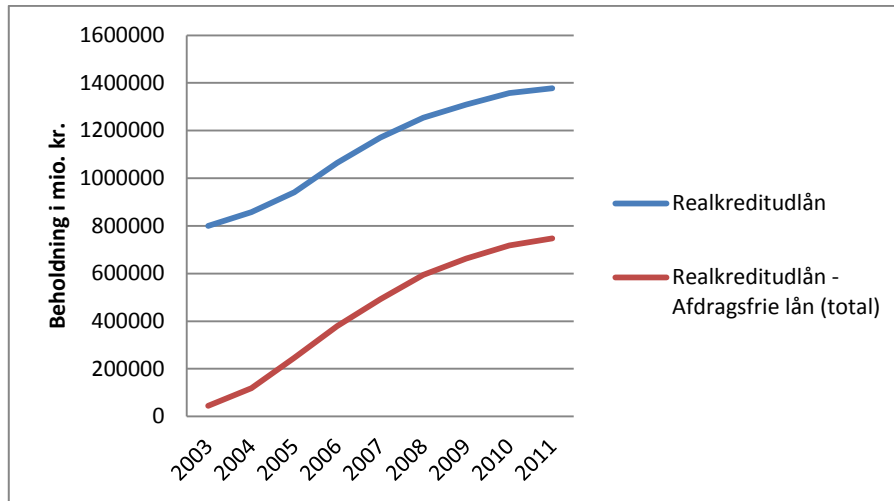


I slutningen af 2003 blev de afdragsfri lån indført, og senere blev de variable lån introduceret, som et led i liberaliseringen på kreditområdet, inden da var rentetilpasningslånene blevet indført. Vi har siden indførselen af de afdragsfrie lån set en øget interesse disse lån, blandt de danske boligejere, og interessen herfor er ikke just blevet mindre efter den finansielle krises udbrud i 2008.

Nedenfor i figur 20, ses udviklingen i de samlede realkreditudlåns beholdning, samt de afdragsfrie låns samlede udlåns beholdning i Danmark, fra 2003 til 2011. Der har siden 2003, været en markant stigning i brugen af de afdragsfrie lån, og på nuværende tidspunkt udgør de afdragsfrie lån 54,29 % af den samlede beholdning af realkreditudlån. Det svarer altså til, at mere end hver anden, har et realkreditlån, som har en afdragsfri periode. Trods den finansielle krise, har tendensen i de afdragsfrie lån ikke været aftagende, selvom at dette ville være at formode.

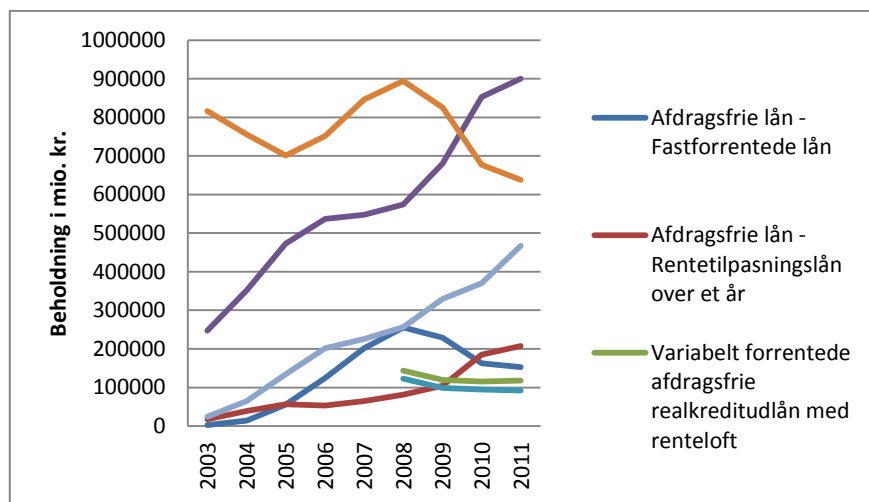
⁹⁸Danmarks statistik, egen figur

Figur 19 - Samlede realkreditudlån og afdragsfrie lån⁹⁹



Vi vælger for en ordens skyld, også at medtage en figur der viser fordelingen i beholdningen af de afdragsfrie lån i forhold til de tre hovedtyper, for på den måde at få et bedre billede af, hvilke låntyper der er mest populære at have afdragsfrihed ved.

Figur 20 - De tre hovedlåntyper og andelen af afdragsfrie lån¹⁰⁰

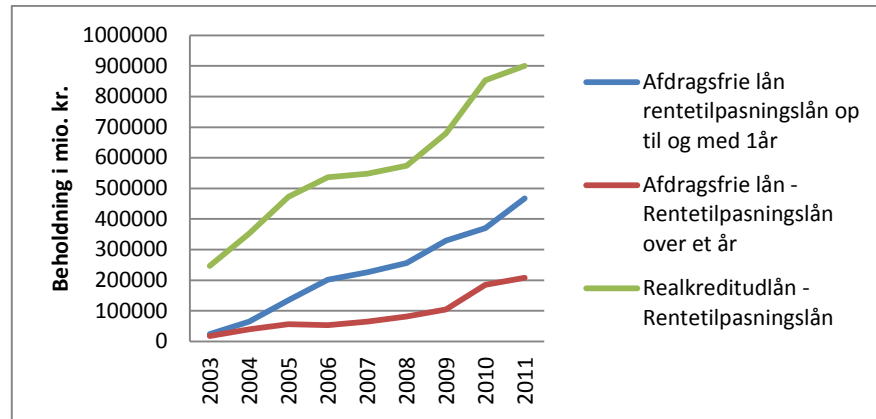


Vi kan i figur 21 se, at tendensen i de afdragsfrie låns udviklingen, stort set følger udviklingen i de tre hovedtyper af udlån. Vi kan se, at de fast forrentede lån begynder at falde i starten af 2008, og det samme gør de afdragsfrie lån for samme type. Vi kan til gengæld se, at de rentetilpassede lån stiger meget kraftigt fra starten af 2008 og indtil nu, det samme gør sig gældende for de afdragsfrie lån i forbindelse med de rentetilpassede lån. Vi har desværre ikke kunnet finde data, for samlede udlån i de variable lån, men vi kan ud fra grafen, konkludere, at de afdragsfrie variable lån er mere udbredte end de variable lån med renteloft er.

⁹⁹ Danmarks statistik, egen figur

¹⁰⁰ Danmarks statistik, egen figur

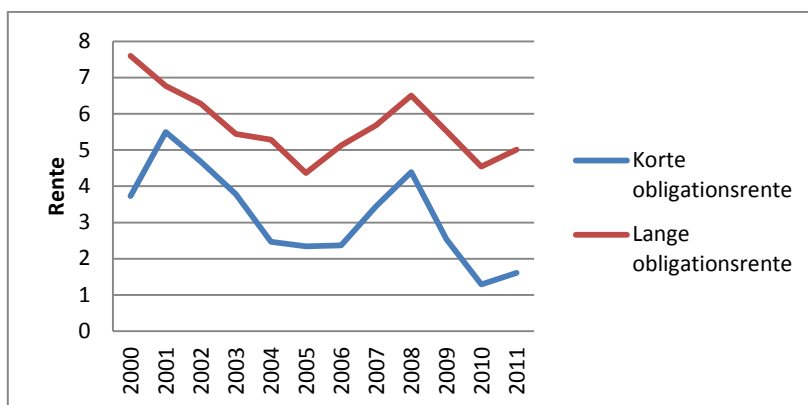
Figur 21 - Samlede rentetilpassede lån, i forhold til afdragsfrie perioder



De rentetilpassede lån med afdrag, målt i beholdning, til og med et år, udgør i 5. måned 2011 51,88 % af den samlede beholdning, af rentetilpassede lån. Disse afdragsfrie lån på op til og med 1 år, kunne tyde på disse lån bygger på F1 lån, som er et rentetilpasningslån, hvor renten fastsættes hvert år. Sammenligner figur 22 med figur 23 kan vi se, at flere vælger at tage de rentetilpassede lån i 2008, netop der hvor renten begynder at falde, og igen i 2010, hvor renten stiger, aftager grafen for de samlede rentetilpassede udlån. Dette kan indikere, at der er en sammenhæng imellem de rentetilpassede låns popularitet, og rentens negative udvikling. Denne sammenhæng blev forsøgt sandsynliggjort, ved hjælp af en multipel regression. Vi fandt frem til, at de rentetilpassede udlånsbeholdninger, målt i procentvis ændring, blev forklaret 58,66 % af udviklingen i den korte og den lange obligationsrente. Vi har inden regressionen ændret de forskellige måleenheder, til procentvis ændring, for at få et sammenligneligt materiale. Ved en simpel regression, for at teste om der var sammenhæng mellem udviklingen i de rentetilpassede låns beholdning og den korte obligationsrentes udvikling, fik vi et resultat, på 42,81 %. Disse resultater indikerer, at der er en sammenhæng, imellem de nævnte variables udvikling, den er dog mindre, end hvad vi havde forventet. Men kan sikkert forklares ud fra ikke-matematiske eller målbare parametre.

Dette kan skyldes, at disse to grafer bevæger sig i modsat retning, og de to variable derved ikke er korrelerende.¹⁰¹ På trods af, at vi ikke kunne påvise sammenhængen økonometrisk, vælger vi stadig, at holde fast i at der er en sammenhæng, mellem en faldende rente og en stigning i de rentetilpassede lån.

¹⁰¹ Se Bilag

Figur 22 - Forskellen i den korte og lange obligationsrente¹⁰²


Grafen ovenfor viser forskellen i den korte og den lange udlånsrente, og man kan et eller andet sted godt forstå at folk fristes til, at tage de rentetilpassede lån, når man ser på hvor stort rentespændet mellem den lange og den korte rente, til tider har været i perioden 2000 og indtil nu. Der er jo meget forskel på, om man betaler lidt over 5 % i rente eller om man betaler 1,6 % i rente.

Spar Nord har lavet en beregning over, hvad det betyder for den enkelte at have et rentetilpasset lån med og uden afdrag på 1 mio. kr. Dette er lavet over et rentetilpasningslån på 1 år, dvs. at lånet hvert år skal refinansieres. Vi burde måske også, have taget en beregning over et fast forrentet lån med, men da ydelsen på et sådan lån er konstant, uanset om renten går op eller ned så vi ingen grund til dette. Vores bekymringer i forbindelse med disse beregninger, er i forhold til grafen, der viser de samlede rentetilpassede lån, og de rentetilpassede lån med afdrag i op til og med et år og over et år. Ud fra denne graf så vi at mere end 50 % har et rentetilpasset lån, hvor der er en afdragsfri periode op til et år. Vi kan ud fra denne graf se, at den årlige ydelse, hvis renten stiger fra 1,5 % til 2,0 % vil være 3.384 kr. efter skat. Dette svarer til en merydelse om måneden på 282 kr., hvilket de fleste danskere vil kunne finde råderum til i deres økonomi. Men ud fra samme tabel kan vi se, at hvis renten stiger fra 1,5 % til 4,0 %, hvilket ikke er usandsynligt at den vil gøre over en længere periode, så vil den årlige merydelse være 16.896 kr. mod kun 8.088 kr. hvis man betaler afdrag. Dette vil give en meromkostning i ydelsen pr. måned på 1.408 kr., hvilket straks er lidt mere, at skulle hive ud af budgettet.

Vi skal huske på, i denne beregning, at mange mennesker har lånt langt mere end blot 1 mio. kr. hvilket også betyder at ydelsen kan blive betydeligt højere. I 2. halvår af 2010 var den gennemsnitlige kontantpris for et enfamiliehus i Danmark på 1.829.619 kr. og i 2009 2. halvår var den på 1.793.205 kr.¹⁰³ Dette betyder en merydelse, hvis renten inden for en kort periode stiger kraftigt.

¹⁰² Egen graf, tal fra Realkreditrådet

¹⁰³ <http://www.skat.dk/getFile.aspx?Id=82307>

Beregning 1

Rentetilpasningslån MED AFDRAG						
	Rentesats					
	1,5 pct.	2,00 pct.	2,50 pct.	3,00 pct.	3,50 pct.	4,00 pct.
Årlig bruttoydelse	41.639 kr.	44.650 kr.	47.778 kr.	51.019 kr.	54.371 kr.	57.830 kr.
1. års afdrag	26.639 kr.	24.650 kr.	22.778 kr.	21.019 kr.	19.371 kr.	17.830 kr.
1. års renteudgift	15.000 kr.	20.000 kr.	25.000 kr.	30.000 kr.	35.000 kr.	40.000 kr.
1. års nettoydelse	36.780 kr.	38.172 kr.	39.672 kr.	41.304 kr.	43.032 kr.	44.868 kr.
Mervydelse netto kr./år	n/a	1.392 kr.	2.904 kr.	4.524 kr.	6.252 kr.	8.088 kr.
Mervydelse pct.	n/a	4 pct.	8 pct.	12 pct.	17 pct.	22 pct.

Kilde: Spar Nord

Forudsætninger:

- Rentetilpasningslån på 1 million kroner.
- Skatteprocent: 32,40.
- Videreførelse af rentetilpasningslån og afdragsprofil ved næste rentetilpasning.
- Realkreditinstituttets bidragssats er ikke medregnet.

Beregning 2

Rentetilpasningslån UDEN AFDRAG						
	Rentesats					
	1,5 pct.	2,00 pct.	2,50 pct.	3,00 pct.	3,50 pct.	4,00 pct.
Årlig bruttoydelse	15.000 kr.	20.000 kr.	25.000 kr.	30.000 kr.	35.000 kr.	40.000 kr.
1. års afdrag	0 kr.	0 kr.	0 kr.	0 kr.	0 kr.	0 kr.
1. års renteudgift	15.000 kr.	20.000 kr.	25.000 kr.	30.000 kr.	35.000 kr.	40.000 kr.
1. års nettoydelse	10.140 kr.	13.524 kr.	16.896 kr.	20.280 kr.	23.664 kr.	27.036 kr.
Mervydelse netto kr./år	n/a	3.384 kr.	6.756 kr.	10.140 kr.	13.524 kr.	16.896 kr.
Mervydelse pct.	n/a	33 pct.	67 pct.	100 pct.	133 pct.	167 pct.

Kilde: Spar Nord

Forudsætninger:

- Rentetilpasningslån på 1 million kroner.
- Skatteprocent: 32,40.
- Videreførelse af rentetilpasningslån og afdragsprofil ved næste rentetilpasning.
- Realkreditinstituttets bidragssats er ikke medregnet.

Afdragsfrie lån – forbrugerens vinkel

I juli måned i år lavede Realkredit Danmark en undersøgelse, om danskernes valg af realkreditlån i samarbejde med YouGov Zapera.¹⁰⁴ De lavede undersøgelsen i lyset af de mange offentlige debatter der har været i medierne, og efter Nationalbankens udmelding om, at de afdragsfrie lån skal udfases. I undersøgelsen blev 666 boligejere med afdragsfrie lån stillet en række spørgsmål omkring de afdragsfrie lån. Spørgsmålene og deres resultater vil fremgå af tabellerne nedenfor.

¹⁰⁴ Danskerne er glad for deres afdragsfrie lån – Realkredit Danmark analyse 18. juli 2011

(http://www.rd.dk/PDF/Om%20os/Analyser/2011/20110718_Danskerne%20er%20glade%20for%20deres%20afdragsfrie%20l%C3%A5n.pdf)

Spørgsmål: Hvorfor har du/I primært valgt afdragsfrihed						
	Alle	Kvinde	Mand	25-34år	35-44år	45år-
For at afdrage på anden gæld	43 %	37 %	49 %	60 %	44 %	30 %
For at få råd til mere i hverdagen (bil, ferie, forbrug)	28 %	32 %	26 %	21 %	30 %	33 %
For at spare op	13 %	14 %	12 %	8 %	13 %	17 %
Andet/ved ikke	16 %	17 %	13 %	11 %	13 %	20 %

Vi kan ud fra tabellen, se at 43 % af alle boligejerne med afdragsfrihed som blev stillet spørgsmålet, har valgt afdragsfrihed for at betale af på anden gæld. På dette svarede 49 % af mændene, at de ønskede og nedbringe anden gæld, mens kun 37 % af kvinderne valgte dette. Dette er et positivt tegn, hvis folk vælger at hævle af på en gæld, med en højere rente, som f.eks. et billån eller et forbrugslån. Men det kan også vendes om, og man kan sige, at hvis ikke folk havde haft andre dyre lån, havde de så valgt afdragsfrihed, eller har man afdragsfrihed, fordi man ellers ikke ville have råd til at behold bilen, motorcyklen eller tv'et?

Ud af de adspurgte svarede 28 %, at de har en afdragsfri periode, for at få et større råde rum i deres hverdag, til f.eks. at købe bil, tage en ekstra ferie eller øge deres forbrug, dvs. at lidt under 1/3 del har valgt at hæve deres forbrug i forbindelse med den afdragsfri periode. Her svarede 32 % af kvinderne, at det var for at øge deres forbrug i hverdagen, mens kun 26 % af mændene svarede det samme. Dette kan godt tale for, at myten om, at kvinder kan lide at forbrug, er sand, og det er kvinderne der bruger mest af deres løn i samfundet.

Det større råderum i forbindelse med en afdragsfri periode, kan også være brugt, i forbindelse med dødsfald i familien, barselsorlov eller fyring fra jobbet. Her vil den faldende omkostning i forbindelse med et boliglån, kunne være med til at kompensere for en faldende indkomst, således at boligejerne stadig vil kunne fasthold deres hidtidige levestandard. Vi kan også ud fra tabellen se, at det er boligejere over 35 år, som hovedsageligt vælger den afdragsfriperiode til, at hæve deres økonomiske råderum. Dette er personer, der som regel har fået deres første barn og for det meste også det andet og som altså er ovre en barselsperiode, og som har været på arbejdsmarkedet i nogle år. Man kan måske formode, at den gruppe der ligger over 45 år vælger den afdragsfri periode til at finansiere den bil, motorcykel, køkken, badeværelse eller andre ting man har drømt om i mange år, men som man endnu ikke har haft råd til at købe, pga. f.eks. små børn eller uddannelse.

Ved spørgsmålet om at opspare kan vi se at 13 % af de adspurgte svarede, at de brugte den afdragsfri periode til at opspare. Her ligger gruppen mellem de 25-34-årige lavest med kun 8 %, mens 17 % af de adspurgte over 45 år svarer, at de brugte den afdragsfri periode til at spare op, hvilket også giver god mening eftersom pensionsalderen nærmer sig hastigere for de 45-årige end for de 25-34-årige.

Spørgsmål: Hvorfor har du/I primært valgt afdragsfrihed					
	Region Hovedstanden	Region Sjælland	Region Syd-danmark	Region Midtjylland	Region Nordjylland
For at afdrage på anden gæld	38 %	38 %	50 %	47 %	47 %
For at få råd til mere i hverdagen (bil, ferie, forbrug)	34 %	29 %	23 %	27 %	27 %
For at spare op	14 %	14 %	13 %	14 %	5 %
Andet/ved ikke	14 %	19 %	14 %	12 %	21 %

I tabellen ovenfor var det de samme spørgsmål, som blev stillet som oppe i tabel 1, denne er blot fordelt på landets forskellige regioner. Man kan ud fra denne tabel se, at jyderne i højere grad prioriterede, at afdrage på anden gæld og, at dette var årsagen til den afdragsperiode, mens sjællænderne i mindre grad brugte perioden til at afdrage. Dette hænger måske sammen med spørgsmålet om, et større råderum i hverdagen, hvor sjællænderne i overvejende grad svarede, at dette var årsagen til deres afdragsfri periode. Dette bekræfter også myten om at sjællændere bruger flere penge på forbrug end jyder. Ved opsparing lå alle regionernes svarprocent stort set ens, på nær Region Nordjylland, som her kun havde en svar procent på 5 %. Dette kan skyldes den finansielle krise, og Nordjylland især har været hårdt ramt af denne, idet mange arbejdspladser er blevet nedlagt og mange derved har mistet deres job, og dermed ikke har haft mulighed for at opspare som tidligere.

Spørgsmål: Hvad gør du/I, når afdragsfriheden udløber						
	Alle	Kvinder	Mænd	25-34 år	35-44 år	45 år -
Begynder at betale afdrag	58 %	57 %	58 %	77 %	58 %	42 %
Ansøger om en ny periode med afdragsfrihed	23 %	20 %	26 %	11 %	21 %	35 %
Sælger boligen	4 %	5 %	3 %	1 %	4 %	5 %
Andet/ved ikke	15 %	18 %	13 %	11 %	17 %	18 %

Ved spørgsmålet om, hvad gør du/I når den afdragsfri periode er ovre, svarede 58 % af de adspurgte, at de ville begynde at afdrage. Her havde de 25-34-årige den største svarprocent på 77 %, hvilket er 35 % højere end gruppen over de 45 år, dette må indikere at den afdragsfriperiode, formentligt er taget i forbindelse med en uddannelse eller en barselsorlov, idet svarprocent for disse er så meget højere, end ved de andre grupper, og må hænge sammen med en forventning om en højere indtægt.

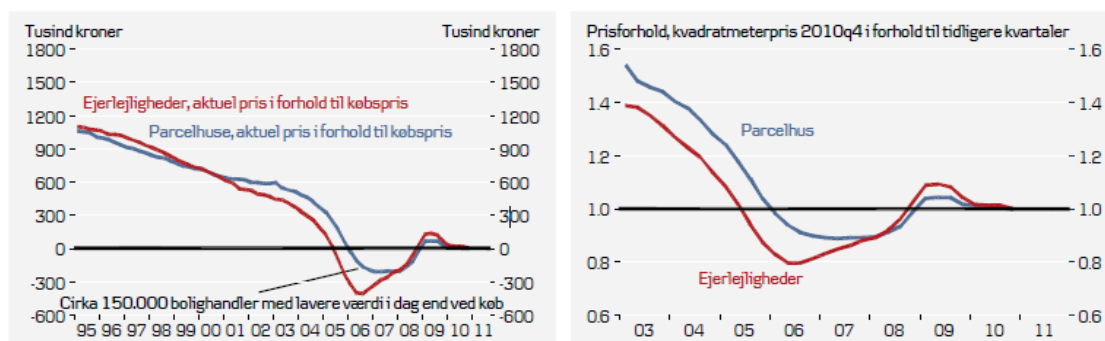
23 % af de adspurgte svarede på spørgsmålet, at de ville søge om en ny afdragsfri periode, hvilket er lidt over 1/5 som overvejer at forlænge perioden. Ud af de boligejere som, er over 45 år svarede over 1/3 af dem at de ville ansøge om en ny afdragsfri periode. Ses dette i forhold til det andet spørgsmål, om hvorfor har du/I valgt en afdragsfri periode, så var det også de 45-årige og derover som i større grad, end de andre grupper, havde brugt den afdragsfrie periode til forbrug og opsparing, og dette kan måske også være grunden til de ønsker at tage en længere periode med afdragsfrihed. Samtidig har de 45-årige og derover formodentlig også en større opsparing i mursten end de yngre generationer har, hvilket også er med til, at så stor en procentdel inden for denne gruppe ville vælge en afdragsfri periode mere. 4 % af de adspurgte svarede at de ville sælge boligen, hvilket indikere at de formentlig ikke kan

sidde i huset når den afdragsfri periode er ovre, eller at de af en eller anden årsag er nødt til at flytte. 15 % havde svaret, at de ikke ved det eller andet til spørgsmålet, hvilket viser at der er en stor del der formentlig ikke har overvejet, hvad de gør når perioden er ovre, og derfor venter og ser tiden an.

Realkredit Danmark skriver selv i deres analyse, at flere af boligejerne antageligt vil have svært ved at opnå en ny afdragsfri periode, da deres bolig er faldet i værdi, i kølvandet på den finansielle krise. De skriver endvidere i deres analyse, at for boligejere som har optaget boliglån i årene 2003/2004, da priserne var på vej op, men endnu ikke var toppet, vil formodentlig ikke opleve de store problemer med, at omlægge lånet og derved få en ny periode med afdragsfrihed. Men for boligejere, som har optaget boliglån da boligpriserne toppede i 2006/2007, vil der være et problem, da disse boligejeres bolig nu er faldet i værdi, og de vil derfor være teknisk insolvente, idet at de skylder mere end huset nu er værd og da der ikke er betalt afdrag, men kun renter i den afdragsfrie periode. Realkredit Danmark medtager selv to grafer over denne problematik, men skriver til dette problem, at man først skal hen omkring 2015 og de efterfølgende år før det for alvor bliver et problem. Med andre ord så skriver de, at vi tackler problemet når vi når dertil og ikke før.

Graferne i figur 24 angiver problematikken med boligejere som er teknisk insolvente, og som har haft en afdragsfri periode, alt imens deres boligs værdi er faldet, og som ønsker at forlænge deres afdragsfrie periode yderligere. Ud fra grafen ses at flere af boligejerne har en negativ friværdi, og dermed har en gæld, der er større end boligen kan indbringe, hvis de skulle være tvunget til at sælge deres hus.

Figur 23 - Forholdet mellem købspris og aktuel pris¹⁰⁵



Kilde: Realkreditforeningen, Realkreditrådet og Realkredit Danmark

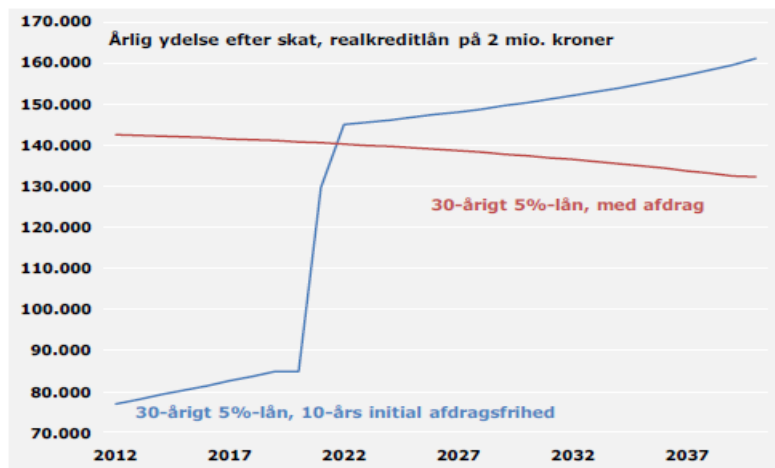
Note: Ejerlejlighed er på 85 kvadratmeter i figur til venstre og parcelhus er på 140 kvadratmeter

Realkredit Danmark havde ydermere medtaget en graf, jf. figur 25, som viser hvad det betyder for den enkelte når den afdragsperiode er færdig. I grafen ses et fast forrentet 30-årigt lån på 2. mio. kr. med en rente på 5 % og med afdrag, de medtager den samme lånetype blot med 10 års afdragsfrihed. Ud fra grafen kan man se hvad den årlige ydelse er på et afdragsfrit lån og et lån med afdrag. Uden afdrag vil den årlige ydelse til at starte med ligge lidt under 80.000 kr. om året, og i slutningen af den afdragsfri periode vil den årlige ydelse ligge

¹⁰⁵ Danskerne er glad for deres afdragsfrie lån – Realkredit Danmark analyse 18. juli 2011

på omkring 85.000 kr., når den afdragsfri periode er ovre, vil ydelsen stige til omkring 145.000 kr. og vil i resten af lånets løbetid stige således, at man til sidst ender ud med at betale over 160.000kr i ydelse om året. For det fastforrentede lån med afdrag vil ydelsen, til at starte med, ligge på omkring 143.000 og vil i slutningen af lånets løbetid være faldet til lidt over 130.000 om året.

Figur 24 - Årlig ydelse fordelt på lånetype¹⁰⁶



Realkredit Danmark skriver selv til dette, at selvfølgelig vil ydelsen stige markant efter den afdragsfri periode, til at starte med vil den månedlig ydelse efter skat, på lånet ovenfor, være ca. 2.400 kr. under lånet med afdrag, men vil når den afdragsfri periode er slut, ligge på ca. 2.300 kr. over lånet med afdrag efter skat. Dette lyder ikke af meget, men nu skal der huskes på, at langt de fleste lån på nuværende tidspunkt er rentetilpassede lån, med afdragsfrihed, og her kan ydelsen blive langt højere, både i den afdragsfri periode og i perioden efter, alt efter hvilken form for rentetilpasset lån der er optaget. Dette skyldes, at man til at starte med kun betaler renten, og denne vil formentlig stige i den afdragsfri periode, den kan selvfølgelig også falde og derved vil der være en gevinst for de som har rentetilpassede lån. Men sandsynligheden for den kommer til at stige over de næste par år, er nok større end at den falder, især efter at mange forventer at ECB med tiden vil sætte renten op.¹⁰⁷ Derfor er denne graf også lidt misvisende, og giver ”kun” det billede som Realkredit Danmark ønsker, altså at det økonomisk set ikke er så stor en omkostning forbundet med at have en afdragsfri periode.

Nedenfor er medtaget en tabel over svarene på spørgsmålet: har du/I fortrudt, at du/I har valgt afdragsfrihed. Til dette svarede 93 % ud af de adspurgte at nej det havde det ikke. Hvilket man vel også godt kan forstå, i og med at ydelsen har været langt mindre end den ville have været hvis de havde afdrag.

Spørgsmål: Har du/I fortrudt, at du/I har valgt afdragsfrihed						
	Alle	Kvinder	Mænd	24-34 år	35-44 år	45 år -
Ja	4 %	4 %	3 %	3 %	5 %	3 %
Nej	93 %	91 %	94 %	93 %	91 %	93 %
Ved ikke	3 %	5 %	3 %	4 %	4 %	4 %

¹⁰⁶ Danskerne er glad for deres afdragsfrie lån – Realkredit Danmark analyse 18. juli 2011

¹⁰⁷ <http://nyhederne-dyn.tv2.dk/article.php?id-40618515%3Aecb-fastholder-renten--igen.html?rss>

Fairness

Denne teori benyttes af sociologer til at forklare, hvordan vi ser på vores egen og andres adfærd. Den bruges til, at beskrive, om den adfærd vi ser hos andre er fair eller ej. Noget som gør folk glade er, at kunne leve op til deres egne forventninger om, hvordan de skal opføre sig og hvad de skal lave, men samtidig ønsker man også, at leve op til, hvordan andre ønsker man skal være og hvordan man skal opføre sig. Faktisk anses det som en direkte fornemmelse, hvis man bliver anset for, at være en unfair person. Oplever man, at man anses, som en unfair person i forhold til en handling, vil man som person prøve at ændre denne handling således andre ikke opfatter en som unfair længere, eller også vil man prøve, at retfærdiggøre den pågældende handling. Akerlof og Shiller argumenter for, at normen indenfor, hvad man anser som fair adfærd kan skifte over tid, og kan have stor betydning i forhold til den økonomiske udvikling. Fairnessbegrebet i samspil med confidence begrebet, danner ofte grundlaget for vores økonomiske beslutninger i den virkelige verden argumenterer Akerlof og Shiller. Vi vil ikke som sådan bruge denne teori i vores analyse i forhold til adfærdsændringerne i den finansielle sektor, men derimod i forhold til en diskussion, i forhold til de banker som er krakkede, her vi vil bruge teorien til at bedømme om det var fair eller ej at nogle bankdirektører kunne hoste en kolossal gevinst, mens banken senere gik konkurs og skatteyderne nu står med regningen.

Diskussion

Vi har igennem opgaven arbejdet med flere forskellige teorier, og en stor del empirisk materiale. I definitionen af finansielle kriser, opstillede vi 6 hypoteser, som vi her vil opsummere resultaterne af.

1. *Der har været et skift i den økonomiske struktur, i form af et chok, som har været medvirkende til, at den finansielle krise ramte Danmark*

Vores empiriske præsentation af den finansielle krise i USA, illustrerer hvad globaliseringen betyder for nutidens økonomier. Når en økonomi, der er så stor som USA's bliver ramt af en krise, vil det ikke kunne undgås, at det spreder sig til resten af verdens økonomier. Lande vil selvfølgelig blive ramt i forskellig grad, alt efter hvor stort afhængighedsforholdet er imellem det pågældende land og USA. Vi har i arbejdet med vores empiriske talmateriale, forsøgt at vise noget af den indbyrdes afhængighed, ved hjælp af en regression. Denne viser også, at der er en sammenhæng mellem ledigheden i USA, OECD og Danmark. Ledighedsudviklingen i Danmark, kan forklares af udviklingen i USA og OECD med en forklaringsgrad på mere end 80 %. At forklaringsgraden ikke er højere, kan skyldes flere faktorer, hvoraf en kunne være, en forskydning i tid, strukturen på arbejdsmarkedet, politiske forhold, eller andet.

I forhold til den generelle økonomiske struktur, er der igennem en årrække, sket en markant udvikling. Specielt i forhold til det finansielle marked, som har fået en anden rolle i samfundsøkonomien. Som vi viser i gennemgangen af denne sektor, så er der sket en markant liberalisering, som har medvirket til, at den finansielle sektor, har vokset sig til en størrelse, som giver den en helt anden indflydelse på såvel samfundsøkonomiske som politiske forhold. Der er ikke nogen tvivl om, at jo større den finansielle sektor bliver, jo sværere bliver det, at regulere og "styre" udviklingen. Og jo større og hurtigere sektoren vokser og udvikler

sig, jo større chance er der også for, at den bliver ustabil. Konsekvenserne af en stor ustabil finansiell sektor, har derfor også omfattende virkning på resten af samfundet.

Staten og Nationalbanken har også haft stor indflydelse på den måde, som krisen har udviklet sig. man har ført en ekspansiv skattepolitik, som har øget forbruget, og nationalbanken har haft en uhørt lav rente (selvfølgelig påvirket af ECB), som har været en afgørende faktor, i forhold til hele udviklingen i udlån. En ekspansiv finans- og pengepolitik er ifølge både Keynes og Minsky et godt redskab, hvis det bruges rigtigt, og i forholdsvis afgrænset tid. Det er vigtigt, at man hele tiden, holder sig til aktuelle situation, og løber økonomien løbsk ovenpå en ekspansiv politik, må man ændre den førte politik. Det er altså vigtigt, ifølge Minsky, at staten og Nationalbanken agerer som BigGovernment og BigBank.

Hvis hele samfundet i højere grad, hælder mod den spekulative position, er der en uhyre stor chance for, at dele af økonomien havner i en Ponzi position, hvilket igen kan få fatale konsekvenser for den samlede økonomi. Derfor er det også vigtigt at Staten og Nationalbanken hele tiden er opmærksom på, hvordan positioner forholder sig, både i den finansielle sektor, men bestemt også generelt i samfundet.

2. Man har i den finansielle sektor, oplevet en række ledelsessvigt, som har været medvirkende til, at den finansielle krise ramte Danmark

I gennemgangen af de konkursramte banker i Danmark, viser vi, at der godt nok ikke er faldet dom over nogen ledelse endnu, men at der er sket adskillige politianmeldelser. I vores gennemgang af forholdene bag konkurserne i Roskilde Bank og EBH Bank, er der noget der tyder på, at der har været en eller anden form for Control Fraud. I hvert fald har Finanstilsynet, tidligere aktionærer m.fl. anmeldt ledende personer i de to banker. Det har været generelt i den finansielle sektor, at man har haft en lempelig holdning til udlån og investeringer, men der har indtil nu, kun forelagt konkrete anmeldelser mod Roskilde Bank og EBH Bank.

Vi har i Danmark indtil nu, oplevet 7 banker som er gået konkurs, og endnu flere som er fusioneret med andre institutter.

Under ledelsessvigt hører ikke kun de kriminelle forhold. Der kan også være tale om, at ledere ikke har levet op til deres ansvar. Der har igennem de seneste år, været utallige afskedigelser, som begrundes i økonomiske tab og fejldispositioner. I bankerne har der især været tale om, at der fra ledernes sider, har været taget alt for store risici, hvilket jo også var en afgørende faktor i forhold til krisens omfang.

3. Der har været nogle svage institutionelle strukturer, som har været medvirkende til, at den finansielle krise ramte Danmark

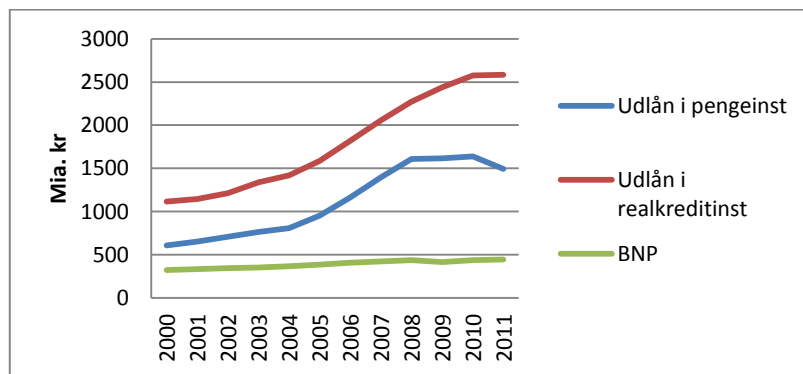
Når man ser på det generelle billede af krisen, har der globalt været en tendens til markant liberalisering af den finansielle sektor. Denne liberalisering, har sammen med en lang periode med stabile økonomiske forhold, resulteret i, at de forskellige regulerende institutioner, har "sovet i timen". Forstået på den måde, at man igennem en længere periode, har haft en situation i den finansielle sektor, hvor behovet for kontrol og regulering, ikke har været så stort, simpelthen fordi sektoren har været ret stabil. Efter en lang periode, hvor der ikke har været mange situationer at reagere på, har man en tendens til at sænke paraderne. I Danmark

resulterede det i, at Finanstilsynet, da de så kom op i gear igen, undlod at benytte sig af de redskaber som de havde, og i stedet nøjedes med, at udstede advarsler. Når Finanstilsynet nu har bemyndigelse til, at både afskedige bankdirektører og igangsætte større undersøgelser, virker det iøjnefaldende, at er ikke på noget tidspunkt, er gjort brug af disse midler. Og som Minsky siger, så skal en institution som ikke længere virker efter hensigt, enten afskaffes eller udvikles, så den passer til den aktuelle opgave.

4. *Der har været en ændring i efterspørgslen efter likviditet, som har været medvirkende til, at krisen ramte i Danmark*

Der har i høj grad været en ændring i efterspørgslen efter likviditet. I første omgang som efterspørgsel fra husholdninger og virksomheder, på lån i banker og realkreditinstitutter, og senere da krisen indledtes, bankerne imellem. Den øgede efterspørgsel fra husholdninger og virksomheder, illustreres i figuren.

Figur 25 - udviklingen i udlån og BNP¹⁰⁸



Betydningen af efterspørgslen efter likviditet, har vi undersøgt ved hjælp af en regression, som skal undersøge de samlede udlåns betydning for BNP. Denne sammenhæng forklares, ifølge regressionen, med 89,5 %. Dette betyder altså, at det i høj grad kan sandsynliggøres, at de samlede udlån, er bestemmende for landets BNP. Vi ved, at da finanskrisen indtrådte, skærpede bankerne deres krav til husholdninger og virksomheder, hvis de skulle låne penge. Derfor skete der et markant fald i forbruget, og dermed den samlede efterspørgsel. På udbudssiden var der også problemer, da der var flere virksomheder, som på grund af manglende kreditmuligheder, ikke kunne opretholde produktionen eller foretage reinvesteringer. Dermed gik en del virksomheder konkurs. I 2009 gik 5.710 virksomheder konkurs, hvor der normalt har været 2-3.000. dette betød, at 31.000 personer mistede sit arbejde, alene på grund af konkurser.¹⁰⁹

5. *Der har været spekulation omkring aktivpriserne, som har medvirket til, at den finansielle krise ramte Danmark*

Der er ikke nogen tvivl om, at der indenfor flere områder, har været megen spekulation i aktivpriserne. Et af de mest tydelige eksempler, er udviklingen i antallet af rentetilpassede og afdragsfrie lån. Der er her tale om låntyper, som i høj grad er spekulativ. Når man optager

¹⁰⁸ Tal fra Danmarks Statistik, egen figur

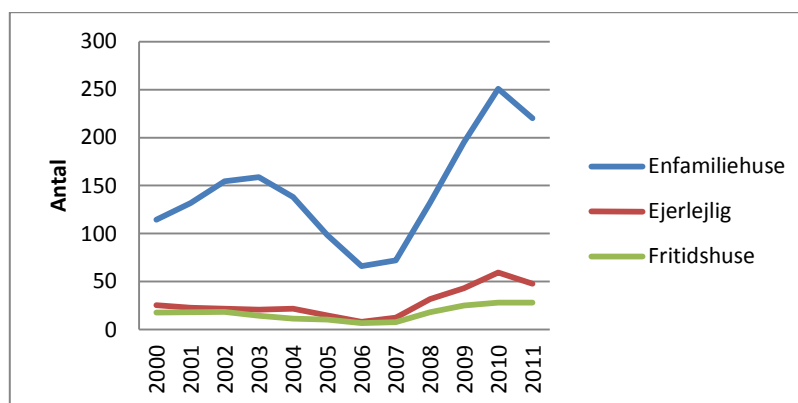
¹⁰⁹ Økonomisk analyse 2011, Økonomi- og erhvervsministeriet

et lån af denne type, spekulerer man i renteutviklingen, udviklingen i boligpriserne og i sin fremtidige indkomst. Disse lån, havde stor indflydelse på væksten i udlån, og dermed i høj grad også i den finansielle krise. Der var med indførelsen af især de afdragsfrie lån, nu en meget større målgruppe på boligmarkedet, da mange flere mennesker nu havde mulighed for at købe bolig. Det spekulative ses også i de rentetilpassede lån, da beholdningen heraf nu overstiger de fastforrentede lån. Det spekulative aspekt i de rentetilpassede lån, og også den mulige gevinst, ligger i det rentespænd, som er imellem den korte og den lange rente. Den mindre ydelse, er for mange baggrunden for, at optage denne type lån.

Spekulationen i boligpriserne, har ikke kun positive effekter. I dag står mange boligejere i en situation, hvor de er teknisk insolvente. Hvis de skal sælge eller omlægge lån, vil de opleve tab på boligen, hvis den er købt i den periode hvor priserne toppede. For de boligejere som optog lån i denne periode, og samtidig har tilvalgt en afdragsfri periode, vil det være næsten umuligt at omlægge lånet, når den afdragsfri periode udløber, medmindre huspriserne igen stiger, til det niveau som de købte til. Dermed vil der være mange som sidder tilbage, med et lån, som efter de skal betale afdrag, er højere end hvad deres økonomi kan klare.

Udviklingen i tvangsauktioner, har da også under krisen været kraftigt stigende, for enfamiliehuse, hvilket ikke kan skyldes de afdragsfrie lån, da de ikke endnu er udløbet. Men det viser et generelt billede af, at husholdningerne er pressede på økonomien, og måske har optaget mere lån, end de har været i stand til at tilbagebetale.

Figur 26 - Vejet gennemsnit af tvangsauktioner¹¹⁰



Spekulation i aktivpriserne kan også vises i udviklingen i aktiepriseren op til krisen. Denne udvikling viser at der i perioden op til krisen, var en voldsom stigning i aktiekurserne. Hvis man ser på det danske C20 indeks, var det i 10. måned 2007 på sit højeste, på 515. da Lehmann Brothers Bank i 2008 for alvor satte gang i nedturen, stoppede udviklingen ikke før den i 3. måned 2009 rammer bunden med kun 218.¹¹¹ Der er ikke nogen tvivl om, at det er på aktiemarkedet, der sker den største spekulation, og hermed også den største usikkerhed. Det er netop et marked, hvor reaktionerne kommer øjeblikkeligt, og det er også det marked, som i høj grad er tonaangivende for de øvrige markeder.

¹¹⁰ Danmarks statistik, egen figur

¹¹¹ Euroinvestor

Figur 27 - Udviklingen i C20-indekset¹¹²



6. Der har været en indbygget tendens til ekspansion i de finansielle virksomheder, som har medvirket til, at krisen ramte Danmark

I vores arbejde med finansiell ekspansion, har den empiriske undersøgelse, vist, at der i høj grad har været en ekspansion i den finansielle sektor som helhed, og i de enkelte virksomheder. Her er diskussionen om finansielle koncerner meget aktuell, og problematiserer størrelsen af de finansielle koncerner. Der er siden starten af 90'erne sket en voldsom stigning, i finansielle aktiver, og andelen heraf i forhold til BNP. Selv om der er sket, en nedgang i antallet af banker, så er det ikke tegn på, at sektoren er blevet mindre. Tværtimod er der sket det, at mange af de mindre banker er blevet opkøbt af større banker, og hermed indgået i en større enhed. Der har været en kraftig tendens til, at skabe større enheder, også på tværs af de forskellige typer af finansiell virksomhed. Herved opbygningen af finansielle koncerner.

Vi har ikke været i stand til at påvise, en ”indbygget” tendens til ekspansion, men konstateret, at der i høj grad har været ekspansion i de finansielle virksomheder.

Afdragsfrie lån – et holdningsspørgsmål

Der er i den seneste tid kommet flere og flere tilhængere til afskaffelsen af de afdragsfrie lån her blandt Danmarks Nationalbanks direktør. En af de første, som advarede mod de afdragsfrie lån, rentetilpassede og variable lån var professor i økonomi Jakob Brøchner Madsen. Han var allerede ude og advare mod dem lige efter deres indførsel, og kommenterede bl.a. udviklingen i de afdragsfrie låns stigende popularitet blandt danske boligejere. For ham har der været tre overordnede problemer med de nye låntyper;

*”For det første antog man, at folk forstår finansielle forhold i dybden, og at staten ikke skulle diktere, hvilken finansiering de skulle vælge. For det andet blev det antaget, at bankerne agerede i folk interesse. Og for det tredje gik man ud fra at banker og realkredit vidste, hvad der var bedste for samfundet.”*¹¹³

¹¹² Euroinvestor

¹¹³ Vi har brug for en havregrynskur interview af Jakob Brøchner Madsen, Ejendomsmægleren 2010 (<http://www.de.dk/NR/rdonlyres/AD6F09DB-9F5A-4E29-B704-F971635E2EE6/0/DEnr10fin.pdf>)

Han var selv stor modstander af liberaliseringen af kredit området, og især af de afdragsfrie lån og sagde i forhold til dette;

”Politikkerne og deres rådgivere var åbenbart ikke klar over, at folk er dybt uvidende, når det handler om finansielle størrelser. Liberaliseringen gør, at kreditforeningerne kan udbyde mange forskellige slags lån, og de færreste almindelige mennesker kan gennemskue, hvad de enkelte låneprodukter kan betyde for deres fremtidige økonomi.”

Nationalbanken udgav den 16. marts 2011 deres kvartalsoversigt, hvori de konkluderede, at de afdragsfrie lån og fastfrysningen af ejendomsskatterne var med til at skabe en prisboble i ejendomspriserne. Niels Bernstein sagde selv følgende;

”Vore analyser viser, at indførelsen af afdragsfrie lån og fastfrysningen af ejendomsværdiskatten i meget høj grad var med til at skabe en prisboble på boligmarkedet i midten af sidste årti. Det bidrog til overophedningen af dansk økonomi og medførte, at nedturen i kølvandet på finanskrisen blev større, end den ellers ville have været”¹¹⁴

Herefter sagde han;

”Det er meget vigtigt at få genskabt nogle mekanismer, der kan dæmpe de store og økonomisk skadelige udsving på boligmarkedet. Det kan ske ved at genindføre princippet om, at ejendomsværdiskatten skal følge udviklingen i boligpriserne, og ved en gradvis og lempelig udfasning af adgangen til nye afdragsfrie lån”¹¹⁵

Nationalbanken ønsker, at realkreditsystemet skal være bedre rustet til fremtidige kriser, hvilket Nationalbanken ikke mener den er, hvis den fortsætter med de afdragsfrie lån.

Bernstein svarede på et spørgsmål stillet af Jyllandsposten, i forhold til om penge- og realkreditinstitutioner havde mulighed for, at belåne rentetilpasningsobligationer i National Banken;

”Nationalbanken holder ikke hånden under boligmarkedet. Hvis renten stiger på rentetilpasningsobligationer, må boligejerne betale. Det gælder også, selv om renten stiger ekstraordinært meget, eventuelt i forbindelse med en valutakrise. Det er korrekt, at rentetilpasningsobligationer indgår i vores belåningsgrundlag. Men det retter sig mod sædvanlige pengepolitiske operationer. Hvis vi oplever, at systemet misbruges i den forstand, at belåningsmuligheden bruges til at holde hånden under markedet, vil vi gribe ind, og i givet fald tage en kammeratlig snak med instituttet. Det har vi gjort før. Belåningsmuligheden må ikke indgå som en forudsætning for et bestemt realkreditprodukt.”¹¹⁶

Brian Mikkelsen gjorde det klart, efter Nationalbanken meldte ud, at de afdragsfrie lån skulle udfases, at han ikke gik ind for en afskaffelse af de afdragsfrie lån. Men han har selv med egne øjne erfaret, at de risikable boligudlån spreder sig med en voldsom hast og derfor mener han også at regeringen bør reagere på det. Økonomi- og erhvervsministeren ønsker derfor, at det bliver klarlagt, om bankerne og realkreditselskaberne har givet de mest risikable

¹¹⁴ <http://www.business.dk/finans/nationalbanken-slut-med-afdragsfrie-laen>

¹¹⁵ <http://www.business.dk/finans/nationalbanken-slut-med-afdragsfrie-laen>

¹¹⁶ http://www.nationalbanken.dk/dndk/presse.nsf/side/Nationalbankdirektoer_Nils_Bernsteins_svar_paa_Jyllands-Postens_spoergsmaal!OpenDocument

lån, nemlig de afdragsfrie flexlån, til folk som i virkeligheden ikke har råd til det, hvis renten stiger. Han udtaler selv om dette;

*"Der er sket en eksplosion i antallet af de her lån, og det skal vi reagere på, for udgangspunktet er ikke, at normale familier får disse specielle lån. Udgangspunktet er, at normale familier har et fastforrentet lån."*¹¹⁷

Han ønsker derfor også, at indkalde den finansielle sektor til en debat, om hvorledes og hvem lånene er blevet givet til, og om dette vil have konsekvenser, hvis renten stiger.

Men vi mener at det bliver lidt svært for bankerne og realkreditinstitutterne, at sandsynliggøre, at alle de husholdninger de har udlånt afdragsfrie rentetilpasningslån til, kan stå imod når en rentestigning indtræffer, eller når deres afdragsfrie periode ophører. Ikke mindst da vi ved, at over halvdelen af den samlede udlåns beholdning er i afdragsfrie lån, og at beholdningen af udlån i forhold rentetilpasningslånene har været støt stigende de seneste par år, og dermed har overhalet de fastforrentede udlån.

Men hvorfor vælger Nationalbanken pludselig at melde ud, at de afdragsfrie lån skal udfases? Kan dette skyldes, det de har oplevet en banksektor, hvor flere banker er gået konkurs, og har skabt stor ustabilitet på det finansielle marked?

Minsky moment

Hvad er et Minsky moment? Ordet moment kan på dansk oversættes til øjeblik, vigtighed eller betydning. Men hvorledes skal dette begreb forstås? Randell Wray tager udgangspunkt i Minsky's egne ord og definere et Minsky moment således;

*"Over a protracted period of good times, capitalist economies tend to move from a financial structure dominated by hedge finance units to a structure in which there is a large weight to units engaged in speculative and Ponzi finance".*¹¹⁸

Et Minsky moment skal ifølge denne definition, ikke forstås som en øjeblikshændelse, som kan hæftes på en bestemt dato. Men derimod forstås, som vigtigheden eller betydningen af hans FIH analyse, af et moderne finansielt kapitalistisk system, som er baseret på menneskelig psykologi og adfærd og bevæger sig dynamisk igennem tiden, og udvikler sig over en årrække.¹¹⁹

Minsky insisterede altid på, at der var to afgørende observationer i hans FIH, den første var, at der er "to" former for finansierings "regimer", en som er forbundet med stabilitet (Hedge) og en som er forbundet med ustabilitet (Spekulativ og Ponzi). Den anden observation er, at stabilitet er destabiliserende, altså en endogen proces vil føre en stabil økonomi, mod et mere skrøbeligt system. Med den endogene proces, menes der en ændring i den menneskelige psykologi og adfærd.

James Galbraith og Daniel Munevar Sastre skriver følgende i forhold til begrebet;

¹¹⁷ http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/204636/risikable_boliglaan_skal_kortlaegges.html

¹¹⁸ Wray (2007), side 3

¹¹⁹ Galbraith & Sastre (2009)

*"The concept of systemic instability is the cornerstone of Hyman Minsky's work. Minsky argued that system dynamics inherent to capitalism breed fragility and crisis, as stability spurs risky behavior, and risky behavior leads to crisis."*¹²⁰

Og fortsætter;

"Whether the current financial crisis is a bona fide "Minsky moment" is a matter for debate"

men skriver videre;

"We suggest that Minsky's taxonomy of financial behavior can be generalized far beyond its original sphere of application. Thus we offer a "generalized Minsky Moment"."

Om man anser den nuværende krise, som et Minsky Moment afhænger af øjnene der ser det. Men de to forfattere er ikke i tvivl om at betydningen af dette Minsky Moment er langt mere generelt, end hidtil antaget.

*"Consequently, for countries as for firms, the movement toward the generalized Minsky Moment comes in two phases. The shift toward speculative position, or fragility, occurs intentionally (and more-or-less inevitably because of the way in which expectations are affected by success), while the shift from speculative toward a Ponzi a scheme is mainly unintentional".*¹²¹

Man vælger altså ifølge Galbraith og Sastre som hovedregel selv den spekulative position, mens Ponzi positionen er en position, som man vil komme til at stå i, hvis den spekulative position har været for risikabel eller ikke succesfuld. De tilføjer i forhold til den spekulative aktør, at den spekulative adfærd ofte forekommer fordi man ønsker at øge profitten og udvide virksomheden. Til Ponzi positionen skriver de følgende:

*"Once a Ponzi position exists, no shock is needed generate a crisis. The immediate cause of a crisis does not matter. The forces at work that led to the crisis started to operate a long time before the factors triggering the occurrence of the crisis".*¹²²

Vi mener at dette er en rigtig god observation. Ponzi positioner behøver altså ikke rammes af et chok for at kollapse, dette vil de under alle omstændigheder gøre med tiden, og dette kan resultere i økonomiske kriser. Men også observationen eller konstateringen om, at de kræfter som fører til en krise, er plantet i økonomien langt tid før, økonomien når til en Ponzi position, er en rigtigt god observation. Dermed kan en kommende krise jo ligge og ulme i en lang periode, inden den for alvor indtræder. Det betyder derfor også, at når krisen først står for døren, har man ikke mulighed for at afværge den, idet baggrunden for den, kan ligge langt tilbage.

"For Minsky, the apparent stability of the post-war economy was founded on the combined impact of strong regulation enforced by strong institutions, and the policies of Big Bank and

¹²⁰ Galbraith & Sastre (2009), side 2

¹²¹ Galbraith & Sastre (2009), side 9

¹²² Galbraith & Sastre (2009), side 9

Big Government effectively implemented from the onset of the New Deal.¹²³ This stabilizing framework precluded excessive risk-taking and blocked the movement of financial players from hedge to speculative positions. Those movements that did occur could be managed; if the role of the system was stable, the instability of small elements within it could be largely offset when difficulties arose. Yet as Minsky's thesis would predict, it did not last.¹²⁴

Som Minsky også har pointeret mange gange, så har vi det med at glemme kriser, når det hele begynder at gå godt igen. Med tiden, vil de institutioner som var implementeret for at holde økonomien stabil, også "slappe" mere af, og her vil de som ønsker at udvide deres virksomhed, og øge deres profit, stå klar i kulisserne til at rykke ind. Det økonomiske kapitalistiske system er med andre ord, skæbnens bestemt til at gå fra en stabil økonomi, til en ustabil, som Minsky også igen og igen pointerer.

I Galbraith og Sastre's analyse af Minsky Moment, finder de igen og igen eksempler på dette i historien, hvilket også indikere at økonomien ikke kan afværge denne ustabile position, i ret mange år af gangen.

De to slutter deres analyse af med at stille et spørgsmål som lyder;

"At what point does a speculative bet gone bad turn into a Ponzi profil?"¹²⁵

Og tilføjer at dette spørgsmål vil forblive ubesvaret, og tilføjer at de spekulative overvejelser/chancer og positioner lever i bedste velgående ude i økonomien.

L. Randell Wray skrev følgende i hans analyse af subprime krisen i 2007;

"It is far too early to know how all of this will play out, but the past should have been some sort of guide to regulators and supervisors, who could have stepped in earlier rather than standing idly by as they opined that it is impossible to identify a speculative bubble until after it bursts."¹²⁶

Han undre sig over, hvordan det kan være at de regulerende myndigheder ikke benyttede historien, som en guideline for, hvad der kan ske, hvis ikke man griber ind i tide. Men blot stod og kiggede på, mens det hele faldt sammen?

Så hvad har vi lært af Minsky's analyser og teorier. Ifølge Wray har vi lært følgende;

"Minsky's work provides guidance for development of a new model that is consistent with current realities. He teaches us that the modern financially complex economy is prone to speculative booms. Financial innovations stretch liquidity and increase leverage in a way that endangers solvency. Unfortunately, periods of relative stability hasten the process, encouraging the development of financially fragile structures. The Big Government and Big Bank helps to put ceilings and floors on demand and income, as well as on asset prices.

¹²³ **New Deal:** I 1933 iværksatte Præsident Franklin D. Roosevelt et økonomisk og socialt reformprogram, som bringe USA ud af the Great Depression, som USA var havnet i efter børskrakket i 1929. Dette reformprogram blev kendt under navnet New Deal og omfattede bl.a. støtte til landbruget og igangsættelse af offentlig arbejde, for på den måde at bekæmpe den enorme arbejdsløshed.

¹²⁴ Galbraith & Daniel (2009), side 13

¹²⁵ Galbraith & Sastre (2009), side 16

¹²⁶ Wray (2007), side 20

*Again, however, by reducing volatility, leveraging is encouraged. Further, from his earliest work, Minsky recognized that private-led expansions are inherently more prone to creation of financial fragility because they imply deterioration of private balance sheets as borrowing tends to increase faster than ability to service debt out of income. For this reason, he advocated policy that would encourage consumption, but with a major impetus for growth coming from government spending. A government-led expansion would actually improve private sector balance sheets.*¹²⁷

Så hvad er et Minsky Moment? Svaret er klart og kort det er, at stabilitet er destabiliserende.

Konklusion

Når man ser på udviklingen i såvel den globale som den danske økonomi, er der meget der tyder på, at usikkerhed og menneskelig adfærd spiller en væsentlig rolle. Perioden op til den nuværende krise, bar tydeligt præg af ekstrem optimisme, som gjorde både husholdninger, virksomheder og stater villige til at påtage sig, en væsentlig større risiko, og dermed også spekulativ adfærd. Når der i hele samfundet er en optimisme, som ingen ende synes at tage, vil forventningerne til fremtiden i høj grad være præget af det, og der syntes ikke at være nogen forventning om, at den positive udvikling på noget tidspunkt ville vende.

Den finansielle sektor blev, ligesom resten af samfundet, grebet af optimisme, og forventningerne til fremtiden, havde kun positive udsigter. Udviklingen gjorde også, at denne sektor voksede, og foretog en lang række innovationer i deres produkter. Denne omstrukturering, var sammen med den generelle optimisme med til, at de sænkede paraderne også deres safety-margin. Man så et markant fald i solvensgrader og de forskellige institutioner indtog løbende en position, som ændrede sig fra Hedge til Spekulativ.

I forhold til vores opstillede hypoteser, så er der mange forhold, som tyder på, at vi kan bekræfte dem alle. Der er altså sandsynlighed for, at alle de nævnte forhold, har været gældende i økonomien, op til den finansielle krise. Og at der dermed er flere parametre, som kan forklare krisens omfang og varighed. Derfor mener vi også, at Minskys teori om Finansiell Ustabilitet, i høj grad kan sandsynliggøres. Der er mange af de observationer, som ligger bag denne teori, som også i denne finansielle krise har været til stede. Derfor vil vi give ham ret i, at en økonomi over tid, bevæger sig fra en Hedge position til en Spekulativ/Ponzi. Med andre ord, så bevæger en økonomi sig fra, at være stabil til at være ustabil.

Udviklingen i de afdragsfrie lån, har også vist sig anderledes end man fra myndighedernes side havde forestillet sig. Denne låntype har sammen med de rentetilpassede lån opnået enorm popularitet, og dominerer mere eller mindre realkreditmarkedet. Vi mener, at der i disse låntyper, ligger flere spekulative elementer, og dermed også en høj risiko for, at der med tiden vil ske et kollaps af markedet.

Om markedet for rentetilpassede og afdragsfrie lån, i virkeligheden er ”frøene” til en ny økonomisk krise, kan man kun spå om, men der kan ikke være tvivl om, at hvis det først går galt på dette marked, så vil det være overordentligt svært at overskue konsekvenserne heraf,

¹²⁷ Wray (2007), side 55

og ikke mindst vil det være svært, at afværge den. Der er ikke nogen tvivl om, at problematikken med denne lånetype, har bredt sig til både erhvervs- og økonomiministeriet og Nationalbanken. Spørgsmålet er bare, med hvor stor alvorlighed de ser på det, og om de overhoved er klar til at handle på det.

Hvis man antager, at Galbraith og Sastre har ret i deres teori om Generalized Minsky Moment, hvor de siger at årsagen til en krise, kan ligge langt tilbage, så konkluderer man hermed også, at man er nødt til at forholde sig til historiske forhold. Hvis man vil forsøge at undgå fremtidige kriser, er man nødt til at forebygge. For hvis grunden til en krise, ligger tilbage i tiden, og stammer fra perioden op til krisen, har man ikke en chance for at afværge den. Den eneste mulighed er at forebygge.

Perspektivering

Vi har i denne opgave kigget på den finansielle krise i Danmark, med post keynesianske øjne. Vi har i et større omfang benyttet os af teorier, som kunne medtage den menneskelige adfærd og andre faktorer, som ikke sædvanligvis høre til den økonomiske teoris verden, da vi er af den overbevisning, at netop disse er afgørende for den økonomiske udvikling. Vi fokuserede især på den adfærdsændring, som havde fundet sted indenfor den finansielle sektor i forhold til ”spekulative” udlån og stigende ”spekulative” investeringer. Og fandt her frem til, at det er menneskelige natur at tage chance og foretage spekulative handlinger, i håb om en gevinst.

Da vi i denne opgave var både begrænset af tiden og sidetal, kunne vi ikke få alt det med som vi ellers havde ønsket os. Vi startede vores opgave med at skyde med spredehagl, og udelukkede ikke noget i forhold til vores emne ”den finansielle krise”. Vi har dog op til flere gange været nødsaget til at erkende, at ikke alt kan medtages og at nogle ting kan vi bare ikke sandsynliggøre, da information og data i mange tilfælde er mangelfuld eller umuligt at opdrive.

Vi har i vores arbejde med opgaven, været i kontakt med flere økonomer, og disse har alle bidraget med teorier og metoder, hvorpå vi kunne analysere vores problemstilling. De har også alle bidraget med deres syn på den finansielle krise, og lagt vægt på hvad man også kunne analysere i forbindelse med dette emne. Så ideer har der været nok af i forhold til dette projekt.

Skulle vi skrive mere til denne opgave, ville vi have gået mere i dybden med den danske stats håndtering af denne krise, og set nærmere på de forslag der er udlagt af de forskellige partier, for hvorledes de mener vi kan komme videre. Her ville vi have gået i dybden med de forskellige forslag, og set på om disse også var brugbare i forhold til at komme ud af krisen, i det perspektiv som vi har skrevet opgaven i.

Vi ville også gerne have set den danske finansielle krise, i forhold til et større globalt billede. Vi har dog medtaget lidt omkring USA og en meget lille smule om Europa i afsnittet om *den globale krises udvikling*. Havde vi haft mere tid ville vi, i større grad have kigget nærmere på den gældskrise, som på nuværende tidspunkt truer hele den europæiske økonomi, og prøvet på at forklare, hvorledes denne ville kunne påvirke den danske økonomi. Her ville vi for-

mentlig have stillet en række scenarie op, for på den måde at kunne få et overblik over de mulige udfald der ville være, hvis denne gældskrise ikke snart afværges.

Et af vores største problemer har været, at vi står midt i det, som vi analyserer. Udviklingen er enorm og der sker nye ting, hver eneste dag. Mens vi har siddet og skrevet konklusion, kommer nyheden om, at Amerikas kreditvurdering er nedjusteret af Standard & Poor's, så statsobligationer nu ikke er ratede AAA men kun AA. Dette kan få store konsekvenser, men som vi tidligere har set, er det mere end svært at spå om udviklingen, på denne tids globale markeder.

Litteraturliste

I vores arbejde med denne opgave, har vi læst og anvendt, en stor mængde litteratur. Derfor har vi i denne litteraturliste, kun listet det som der henvises til i opgaven. Al den litteratur, som har givet os baggrundsviden og generel inspiration, har vi ikke nævnt.

Bøger

- Akerlof, George A. and Shiller (2009); ”*Animal Spirits*”. Princeton University Press, 1st edition.
- Black, William Kurt (2005); ”*The best way to rob a bank is to own one: how corporate executives and politicians looted the S&L industry*”. University of Texas Press, 1st edition.
- Jespersen, Jesper (2007); ”*Makroøkonomisk Metodologi*”. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1. udgave.
- Lavoie, Marc (2007); ”*Introduktion to Post-Keynesian Economics*”. Palgrave Macmillan, 1st edition.
- Wendt, Peter (2006); ”*Den finansielle sektor*”. Handelshøjskolens Forlag, 13. udgave.
- Østrup, Finn (2008); ”*Finansielle kriser*”. Forlaget Thomson A/S, 1. udgave, 1. oplag.
- Østrup, Finn (2010); ”*Det Finansielle System*”. Thomson Reuters Professional A/S, 1. udgave, 1. Oplag.

Artikler

- Allen, Franklin & Carletti, Elena (2010); ”The Global Financial Crisis”. Working Paper, Central Bank of Chile.
- Galbraith, James K. & Sastre, Daniel Munevar (2009); ”The Generalized Minsky Moment”. UTIP Working Paper No. 56, University of Texas Inequality Project
- Jespersen, Jesper (2010b); ”*Keynes’ perspektiv på økonomiske kriser*”. Bidrag til Mogens Hansen. Krisens økonomi – økonomiens krise, Gyldendal.
- Lund, Henrik Herløv (2009); ”*Den økonomiske krise i Danmark: Baggrund, udsigter og hvad kan der gøres?*”, Kritiske analyser, Småskrift nr. 6, Forlaget Alternativ
- Olesen, Finn (2006); ”*Rational Economic Man og Bounded Rationality – Nogle betragtninger over rationalitetsbegrebet i økonomiske teori*”. Working Paper 71/06, Syddansk Universitet.
- Setterfield, Mark (2008); ”*Path Dependency, Hysteresis and Macrodynamics*”. Department of Economics, Trinity College
- Whalen, Charles J. (1997); ”*Money-Manager Capitalism and the End of Shared Prosperity*”. Journal of Economic Issues, vol. XXXI nr. 2
- Wray, L. Randall (2009); ”*Money Manager Capitalism and The Global Financial Crisis*”, Working Paper No. 578, Bard College – The Levy Economics Institute
- Wray, L. Randall (2007); ”*Lessons From a Subprime Meltdown*”. Working Paper No. 522, University of Missouri

- Wray, L. Randall (2001); “*Financial instability*”. Working Paper No. 19, Bard College – The Levy Economics Institute

Rapporter

- Finansiell Stabilitet 2008, 2009 og 2010, Danmarks Nationalbank
- Kvartalsoversigt 2011 del 1 og 2, Danmarks Nationalbank
- Markedsudvikling 2008, 2009 og 2010, Finanstilsynet

Andet

- Dokumentar ”Bankerot”, produceret af DR (<http://www.dr.dk/DR1/Dokumentar/2009/0226093421.htm>).
- Dokumentarfilmen ”Inside Job”, af Charles H. Ferguson (2010)
- Effektiv efterspørgsel, et forarbejde til speciale, af Tanja Gravesen og Mai-Britt Beith
- Notat vedrørende ”Indholdsmæssig beskrivelse af forslag til lov om håndtering af nødlidende pengeinstitutter”
- Pressemeddelelser fra Økonomi og Erhvervsministeriet

Love og bekendtgørelser

- Lov om finansiell virksomhed
- Lov om finansiell stabilitet
- Lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter
- Lov om ændring af lov om finansiell stabilitet, lov om finansiell virksomhed, lov om en garantifond for indskydere og investorer og lov om påligningen af indkomstskat til staten

Hjemmesider

- Amagerbanken (www.amagerbanken.dk)
- BBC News (www.bbc.co.uk/news)
- Børsen (www.boersen.dk)
- Business (www.business.dk)
- Danmarks Radio (www.dr.dk)
- Danmarks statistik (www.dst.dk)
- Euroinvestor (www.euroinvestor.dk)
- Finansrådet (www.finansraadet.dk)
- Finansiell Stabilitet A/S (www.finansiellstabilitet.dk)
- Finanstilsynet (www.ftnet.dk)
- Danmarks Nationalbank (www.nationalbanken.dk)
- Politiken (www.politiken.dk)
- Realkreditrådet (www.realkreditraadet.dk)
- Retsinformation (www.retsinformation.dk)
- SKAT (www.skat.dk)
- Økonomi og Erhvervsministeriet (www.oem.dk)
- TV2 (www.tv2.dk)