

Den finansielle sektors betydning for den realøkonomiske udvikling

Kandidatafhandling

Ninna Jakobsen

26 Januar 2012

Undersøgelsen foretages ved gennemgang af studier af de realøkonomiske effekter af udviklingen i finanssektoren. Disse diskuteres på baggrund af økonomisk teori og underbygges af danske data for de seneste årti.

Aalborg Universitet
Det Samfundsvidenskabelig Fakultet
Fibigerstræde 4
9220 Aalborg Øst

Projektillet: Den finansielle sektors betydning for den realøkonomiske udvikling
- *The financial sector's impact on macroeconomic development*

Projekt: Kandidatafhandling

Uddannelse: Cand.oecon.

Vejleder: Lasse Bork

Aflevering: 26. januar 2012

Sideantal: 73

Vedlagt: Data-CD

Udarbejdet af:

d. 26-01-12

Abstract

In this thesis the effect of the development in the financial sector on the real economy of Denmark the last decade is analyzed. The focus is on the factors GDP; absolute or the GDP output gap, real investments, housing prices and confidence in the future economic situation. Furthermore I will examine the effect on the length of the economic downturn.

First part of the thesis examines the channels through which, these effects reaches the real economy. The financial sector controls to some extend the amount of money that circulate the economic system. They raised the amount of credit given to business investments and private consumption during the economic boom 2005-2008. At the same time the market for real estate investment was deregulated so that real estate owners were able to get different types of mortgage for low costs. Combined with the growth in real estate prices and stocks, the consumption grew rapidly but so did also the debt. The debt grew, over a three year period, almost 80 pct. more than the national income, which means that the economic boom of 2005-2008 in great extent, was driven by increasing debt. During the increase in credit given by the banks they built up an extensive funding gap and had to lend on the international capital markets. This proved a problem when the international financial crisis hit and it got expensive and difficult to renew the loans. The central bank assisted with capital and the government made guarantees for all deposits in Danish banks.

The economic theory presented in this thesis represents two very different schools of economic thinking; The Neo-Classic theory and their efficient markets hypothesis and the post-Keynesian theory, with focus on Hyman Minsky's Financial Instability Hypothesis. The aim with this theory is to clarify some of the real effects from the development in the financial sector and their causality. In most of the empirical studies referred to in this thesis it is evident to which school of theory they are in favor of and designing the study method after. On this background it's interesting to discuss the theory as well as the results of the studies to evaluate the theories consistency with the real world economic development and its explanatory power.

The studies referred to above is used in a survey where the empiric evidence found is discus against each other and their theoretical method. The results and effects from the empiric studies will be compared with Danish data and I will argue for my own estimation on the size of the effects. During my examines on the effects of the development of the financial sector on the real economy, I found that expectations is a common determinant of the development in the financial sector and the real economy. Expectation drives the growth of the economy and variations in expectation will therefore have a huge impact on the economic system and the economic bust and boom cycle.

It's found that the financial sector has a great influence on the GDP-level through its effects on wealth, investments and stricter credit conditions. All these factors affects consumption and thereby the aggregated production and income. Furthermore it's found that periods with economic busts are much longer for cycles with financial crises than regular cycles. The longer and deeper bust-periods, is what makes the financial crises so expensive for society. The recent financial crisis is estimated to cost Denmark the equivalent of 7-14 pct. of a year's BNP depending on the length of the downturn. When calculating the expenses of a financial crisis, it is important to counter calculate the gains during the prior economic boom, if the origin of the crises was founded there.

But financial crises are not all for the worst; it may have some beneficial effects on the economy as well. The high degree of risky investments during the boom means that many projects and new company ideas will obtain credit and support but most may fail when the economic development make a down turn. But some of these new businesses, inventions and ideas that got economic support because of the optimism during the boom, will become successes that will help to drive economic growth in the future. The economic crisis contributes by cleaning up and sweep out the rotten eggs and once again prepare the economy for growth.

Indholdsfortegnelse

Introduktion	7
Problemfelt	8
Opsummering af effekter.....	14
Problemformulering.....	15
Afgrænsning.....	15
Metode.....	17
Den danske bank- og realkreditsektor	19
Den strukturelle udvikling.....	20
Indlånsunderskud og international integration	23
Delkonklusion.....	24
Teori	25
Keynes' produktions- og forbrugsfunktion	27
Neoklassisk teori	28
Den usynlige hånd.....	28
Den efficiente markedshypotese	28
Pengeens neutralitet.....	29
Kritik af neoklassisk finansiell teori.....	29
Postkeynesiansk teori	30
Usikkerhed	30
Pengeens neutralitet.....	31
Financial Instability Hypothesis (FIH)	31
Krise på to niveauer	33
Kritik af postkeynesiansk teori.....	33
Analyse	35
Anvendte studier.....	35
Bernanke (1983).....	36
BIS (2002)	38
Puddu (2011).....	39
Danmarks Nationalbank (2011)	41
Rangvid & Overby (2011) – en diskussion.....	42
Österholm (2010).....	44
OECD (2009).....	44

Laeven & Valencia (2010)	46
Reinhart & Rogoff (2009)	47
Østrup (2011) – Realkredit.....	49
Diskussion af studierne resultater.....	51
BNP-tabet i Danmark	51
Effekten på investeringer, huspriser og gældsætning	56
Langsigteffekter.....	61
Længden af lavkonjunktoren	63
Delkonklusion.....	63
Diskussion af den økonomiske teori	64
Kan kausaliteten af de økonomiske effekter bestemmes?.....	64
Kan kriser undgås?	67
Konklusion.....	69
Perspektivering	71
Litteraturhenvisninger	73
Bøger	73
Artikler/rapporter	73
Internet sider	75
Bilag.....	75

Introduktion

Den finansielle sektor har, særligt over det sidste årti, sat sit tydelige præg på den realøkonomiske udvikling. I Danmark har dette været tydeligt med mediernes store fokus på finanskrisen, der tilsyneladende har kastet landet ud i en dyb økonomisk krise. Her er finanskrisen blevet sat i forbindelse med virksomhedskonkurser, arbejdsløshed og pres på de offentlige budgetter. Derudover har krisen medført, at danskerne har lidt store tab på deres formuer i aktier således at mange også har mistet en del af deres pension. Dette er alle tydelige negative konsekvenser og ordet krisegiver heller ikke positive associationer. Efter at staten redede bankerne med bankpakke I og II ved, at indskyde penge og opstille garantier for indskud, begynder en ny type historie at florere i medierne. Nu er det direktører og medarbejdere i finansindustrien der har snydt kunder og spillet hasard med folks hårdt tjente penge, mens de giver sig selv kæmpe bonusser. Selv efter staten har redet bankerne får medarbejderne bonusser, mens skatteyderne betaler. Dette har alt sammen medført, at den finansielle sektor er blevet "bussemand" og beskyldes for, at have skabt denne krise gennem deres grådighed, med meget høje omkostninger for samfundet. Mistilliden blandt befolkningen overfor det finansielle system og særligt bankerne er steget kraftig. Den store forbrugsfest er blevet afløst af opsparring. Og på trods af det snart er 3½ år siden krisen begyndte, er der ikke mange tegn på at den er over.

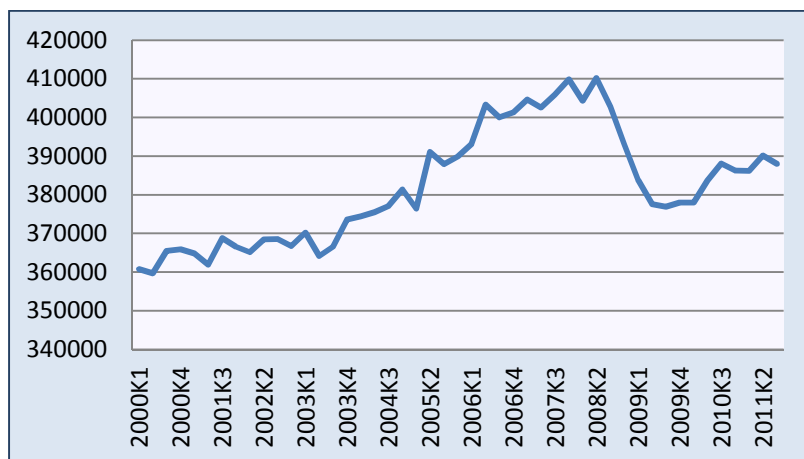
Men er den nuværende finanskriser, virkelig skyld i den nuværende lavkonjunktur, der ser ud til at være den dybeste siden mellemkrigstiden? I denne opgave undersøges, hvilke effekter finanssektoren har på den realøkonomiske udvikling samt, hvilke mekanismer der muliggør dette. Muligvis er den seneste lavkonjunktur ikke et produkt af finanskrisen, muligvis opstår finansielle kriser blot under dybe konjunkturedgange. Selvom ræsonnementet lyder meget overbevisende i nyhederne, hvordan kan vi så være sikre på at kausaliteten er som påstået. Effekterne kan gå den anden vej eller det kan være nogle helt tredje mekanismer i økonomien der påvirker begge faktorer der er i fokus. Jeg vil i denne afhandling underbygge mine vurderinger af de realøkonomiske effekter, med en række empiriske studier heraf. Disse vil give indblik i hvilke faktorer og mekanismer der er tale om, når disse spill-over effekter har så stor indflydelse på den økonomiske krise.

Men kan vi være sikre på, at finanssektoren gennem den seneste krise har påført samfundet omfattende omkostninger? Hvis vi antager at finanssektoren har lagt kimen til krisen under højkonjunktoren så må denne også bebrejdes for de fede år med forbrugsfest og lav arbejdsløshed op til krisen. Jeg vil derfor forsøge at bestemme, hvilke positive spill-overs der ligeledes må være fra den finansielle sektor til realøkonomien.

Problemfelt

I det følgende vil de mulige effekter finanssektoren har på realøkonomien blive undersøgt. Det vises, at der over det sidste årti har været markante spill-overs mellem udviklingen i den finansielle sektor og dansk realøkonomi. At dette kan være problematisk, har den seneste finanskrisen gjort tydeligt. Dansk økonomi startede med en økonomisk optur for siden, at blive afløst af nedgang fra 2008. Forløbet har på mange områder været typisk for de økonomiske konjunkturer, som præger makroøkonomiske varianter som BNP, arbejdsløshed og inflation, men meget voldsommere. Bruttonationalproduktet (BNP) er et mål for den samlede produktion af varer og tjenester, hvormed det giver et godt overordnet billede af udviklingen i realøkonomien. I grafen herunder er vist udviklingen i dansk BNP over det sidste årti, hvor den seneste konjunkturudsvings op- og nedtur ses tydeligt. Men hvorfor har udsvinget været så meget kraftigere end ved f.eks. valutakrisen i starten af 90'erne eller dot.com krisen ved årtusindskiftet?

Figur 1: Udviklingen i dansk BNP i 2005-priser, sæsonkorrigeret.¹



Selv om det ofte i medierne bliver antaget, at problemerne på de internationale finansmarkeder satte gang i krisen i Danmark, viser grafen ovenfor, at væksten i dansk økonomi var i afmatning i knap et år inden. Boligpriserne havde stoppet deres himmelflugt (jf. figur 4) og forbrugertilliden faldt drastisk (jf. figur 3), så dansk økonomi var sandsynligvis allerede på vej mod konjunkturedgang inden september 2008.

Den internationale finanskrisen har sine rødder i den amerikanske subprime-krisen der førte til, at realkreditinstitutionerne Fannie Mae og Freddie Mac, investeringsbanken Bear Sterns samt forsikringsgiganten AIG blev overtaget af den amerikanske stat i september 2008 og investeringsbanken Lehmann Brothers indgik konkurs. Disse voldsomme begivenheder rystede verdens finansmarkeder og satte børserne i frit fald. Det

¹ Statistikbanken, tabel NATK01X

amerikanske TED-spread, der viser forskellen mellem den amerikanske interbankrente² og renten på sikre statsobligationer, tredobledes herefter, og illustrere tydeligt mistilliden bankerne imellem³. Umiddelbart burde finansproblemer i USA ikke kunne kaste den danske banksektor ud i den værste finanskrisen der er set siden 1920'erne og som nævnt kan det på grafen ses, at afmatningen i dansk økonomi begyndte inden september 2008. Problemerne på det internationale finansmarked har dermed ikke skabt den danske krise ved at sprede usikkerhed og mistillid. Den har muligvis blot eskaleret de problemer som den danske banksektor allerede var truet af pga. den igangværende nedkøling af økonomien, der altid har negativ effekt på bankernes regnskaber. Dette skyldes, at bankernes udlån normalt falder og nedskrivninger stiger, når økonomien går ind i en lavkonjunktur, uanset om der er bankkrise eller ej⁴. Som en automatisk effekt af konjunkturtilbageslag vil der ske et fald i efterspørgslen på kredit som følge af svag økonomisk udvikling, med færre investeringer og lavere forbrug. Derudover vil bankerne oftest selv begrænse udlån ved, at hæve kreditstandarterne for, at sikre sig mod tab. Nedskrivningerne vil stige hovedsageligt som følge af tre ting; bankerne vil pga. usikrere fremtidsudsigter vurdere deres udlånsporteføljer strengere, hvilket medfører nedskrivninger af værdien og det forventede afkast af investeringer. Derudover kan lavkonjunktoren medvirke til prisfald på boliger, der er stillet som sikkerhed for lån. Prisfald på aktiver er ofte en konsekvens af lavkonjunktur, således at bankens aktier og dermed egenkapitalen taber yderligere værdi. Sidst medfører en lavkonjunktur med den lavere produktion, ofte stigende arbejdsløshed, så husholdningerne kan opleve problemer med, at vedligeholde bolig- og forbrugslån, særligt hvis boligmarkedet samtidig er ramt af krisen. Virksomhederne vil have vanskeligere ved at afsætte deres varer og dermed ligeledes misligholde deres lån. Det er altså ingen tvivl om der er spill-overs og at udviklingen i realøkonomien har stor indflydelse på den finansielle sektor. Men nu vil effekterne den anden vej, fra den finansielle sektor til realøkonomien blive undersøgt.

Opturen blev, som konjunkturer i økonomien ofte bliver, ledsaget af en markant stigning i de danske banker- og realkreditinstitutters udlån. I årene 2004-2008 ses en stigning i udlånene på op til 20 % per år, jf. figur 2 på næste side. Dette skyldes, at den lange stabile periode fra midten af 1990'erne medførte øget optimisme hos forbrugere, virksomheder og banker. I denne periode var det muligt at holde tabene på udlån på et meget lavt niveau samtidig med, at sektoren gennemgik en omfattende deregulering. Disse faktorer har medført, at visse banker og virksomheder begyndte at tage større risici.

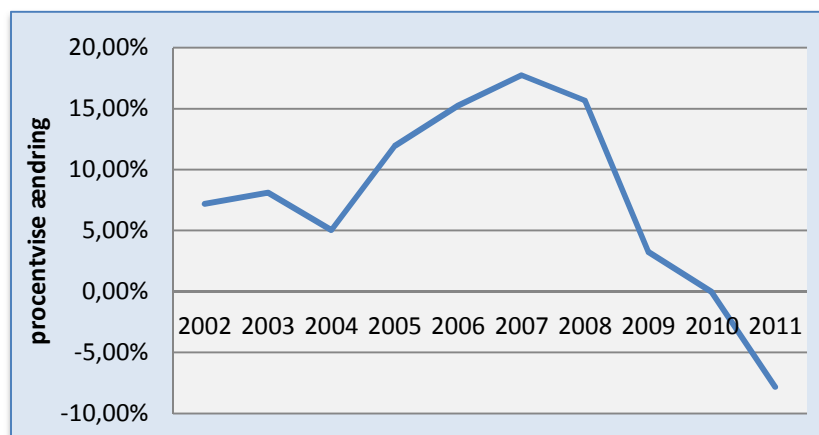
² Rentesats der gælder for indlån/udlån, der er placeret af en bank hos en anden bank i det såkaldte interbankmarked

³ Rangvid, Jesper (2011) side 71

⁴ Abildgren, Kim m.f. (2011) Figur 5.1, side 18

Den procentvise ændring i bankernes udlån var positiv helt frem til 2009, hvilket betyder, at bankerne, om dog i lidt mindre grad, fortsat øgede deres udlån i de første to år efter den økonomiske afmatning begyndte. Det har heller ikke været tale om en generel kreditklemme som følge af bank krisen. Først fra 2009 har enkelte i håndværkerbranchen og mindre selvstændige virksomheder oplevet problemer med at opnå krediter og skaffe finansiering til investeringer⁵. Der var ingen stigning i udlånene fra de danske bank- og realkreditinstitutioner fra 2009 til 2010, hvorefter de begyndte at begrænse deres udlån. Om denne udvikling er efterspørgsels- eller udbudsrevet ses der nærmere på senere.

Figur 2: Den procentvise ændring i penge- og realkreditinstitutioners udlån til husholdningerne⁶



Med MFI'er forstås de danske Monetære Finansielle Institutioner som dækker over pengeinstitutter, altså banker og sparrekasser undtagen nationalbanken, samt realkreditinstitutioner⁷. Når jeg i dette projekt omtaler kreditinstitutter, den finansielle sektor eller finanssektoren menes kun MFI'erne og dermed ekskludere aktiemarkedet, forsikringsselskaber, investeringsfonde mv. som ellers også kunne indgå under betegnelsen finansiel.

Usikkerheden på finansmarkederne sås ikke kun afbilledet i interbankrenten, men også i fluktuationerne i valutakurserne, der eskalerede, samt aktiekurserne der faldt drastisk på alverdens børser. Derudover blev også råvarepriser ramt, f.eks. olieprisen der i juli 2008 lå på 145\$ pr tønde, var ved årsskiftet nede på 44 \$ og et år senere igen oppe på 80\$⁸. En lavere oliepris er oftest godt for den økonomiske udvikling, men usikkerheden på de globale markeder, sænkede den økonomiske aktivitet betydelig.

⁵ Abildgren, Kim m.f.(2011), Side 24

⁶ Statistikbanken, tabel DNSEKT1

⁷ Danmarks Nationalbank (2011)

⁸ <http://www.nyse.tv/crude-oil-price-history.htm>

Det var ikke kun på de internationale markeder at aktørerne var skeptisk med hensyn til fremtiden, også de danske forbrugere mistede tilliden til økonomien. Som det ses i figur 3 herunder, var forbrugertilliden negativ allerede januar 2008, altså inden finansproblemerne for alvor brød ud. Forbrugertillidsindekset er en indikator for forbrugernes tillid til den økonomiske udvikling, såvel deres egen som landets i helhed⁹.

Figur 3: Forbrugertillidsindekset¹⁰



Manglen på tillid kommer til udtryk ved, at husstandene mindsker deres forbrug og spare mere op, hvilket påvirker økonomien negativt. Virksomhederne udsætter investeringer til bedre tider, ligesom disse vil være tilbageholdene med, at ansætte nye medarbejder. Forbrugertillidsindekset opnår relativt stort opmærksomhed i pressen som en indikator på, hvor økonomien er ved at bevæge sig hen og bliver dermed næsten en selvopfyldende profeti. Det var dog ikke kun tilliden til fremtiden der havde lidt et alvorligt knæk. Frem til 2008 havde danskerne tillid til pengeinstitutterne, men mistilliden bredte sig så pengeinstitutter nu er mellem de lavest rangerende markeder befolkningen har tillid til i forbrugerministeriets forbrugerrdegørelser¹¹. Historierne om banker og sparrekasser, der med fuldt overlæg havde rådgivet deres kunder så dårligt, at de mistede deres investerede penge, har sat deres spor. Nationalbanken skriver i deres kvartalsoversigt at bankkrisen har haft en ekstraordinær effekt på husholdningerne og virksomhedernes opsparingsadfærd som følge af knæk i tilliden til banksystemet¹². Øget opsparing og tilbageholden med investeringer, vil almindeligvis have en negativ effekt på den økonomiske udvikling.

⁹Statistikbanken, varedeklaration til tabel FORV1

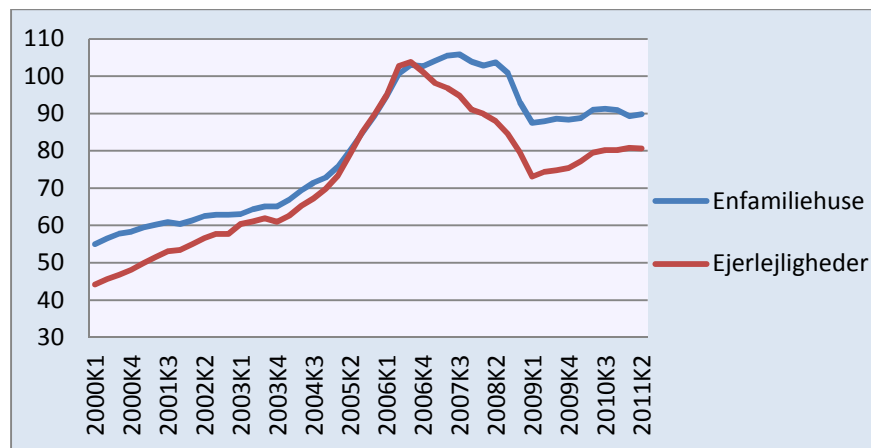
¹⁰ Statistikbanken, tabel FORV1

¹¹ Forbrugerstyrelsen (2010)

¹² Abildgeren, Kim m.f. (2011) Side 23

Det danske boligmarked har gennemgået store prissvingninger gennem det sidste årti. Udviklingen på boligmarkedet er en vigtig faktor for den danske økonomi, da dette marked både påvirker danskernes privatøkonomi, ligesom nybygning og renovation af boliger skaber efterspørgsel og arbejdspladser. Udviklingen i boligprisen påvirker ligeledes danskernes formuer og friværdis, som kan udnyttes til forbrug eller investeringer i boligen. Negativ friværdis, der kan forekomme ved prisfald, vil nærmest stavnsbinde ejerne til boligen, til gælden er betalt. Ligeledes kan prisudsving på boligmarkedet få handlen til at gå trægt grundet den usikre fremtidsudsigts. I figur 4 herunder ses konstante prisstigninger på boliger frem til 2003, hvorefter prisstigningerne eskalere frem til første kvartal 2006. Herefter falder boligpriserne drastisk frem til første kvartal 2009, hvor priserne stabiliseres. Således ligger de nu ca. på niveau med det, der ud fra grafen kunne forventes at ligge på, hvis der ikke havde været en boligprisboble.

Figur 4: Prisindeks for ejerlejligheder og enfamiliehuse, 2006=100¹³



Hvis vi kort holder eksterne faktorer ude, kan boblen på boligmarkedet ifølge Shiller¹⁴ forklares ud fra forventninger. Robert Shiller er en amerikansk ny-keynesiansk økonom med speciale i behavioral finance og boligmarkedet. Shiller argumenterer, at der var en overnormal samfundsmæssig forventning til de fremtidige prisstigninger, hvorfor dette netop blev realiseret. Boligkøbere vil således kunne erhverve sig boliger, som de tidligere ikke havde råd til, alene på grund af forventningen om, at prisstigningerne er af vedvarende karakter. Boligkøb kunne dermed anses som en investering med fremtidige afkast for øje, hvorfor spekulationselementet også eksisterer på dette marked. Spekulationselementet kan dermed også antages, at have forårsaget det drastiske fald i priserne på boligmarkedet. For ejerlejligheder, hvor de største prisstigninger forekom, blev udbuddet ikke mødt af efterspørgsel, hvorfor priserne begyndte at falde. For enfamiliehuse ændredes priserne ikke væsentligt i perioden mellem 2006 og 2008, og kombineret med prisfald på ejerlejligheder, kunne forventninger om fremtidigt afkast som

¹³ Statistikbanken, tabel EJEN5

¹⁴ Shiller, Robert J. (2003) side 299

følge af prisstigninger ikke længere realiseres. Boligkøbere kan, på baggrund af empiriske observationer, dermed ikke længere forvente et positivt fremtidigt afkast ved køb af bolig. Dermed falder efterspørgslen efter enfamiliehuse også og prisboblen bristede.¹⁵ Så udviklingen i boligmarkedet, er ligesom for den øvrige økonomi, i høj grad forventningsdrevet. Liberaliseringen af finanssektoren har dog muliggjort denne udvikling. I starten af 90'erne blev reglerne for realkredit lempet og i 2003 blev det muligt for realkreditinstitutter at tilbyde lån til private med 10 års afdragsfrihed¹⁶. Derudover er der blevet udviklet en lang række nye produkter, så som rentetilpasningslån, der udgør hovedparten af realkreditlånene i dag.

Yderligere har bankerne bevæget sig ind på realkreditens område og udviklet nye låneformer, bl.a. prioritetslån, hvor lån med sikkerhed i ejendommen kombineres med kassekredit. Eller boligejer kan tage lån i friværdien på deres ejendom, altså et nedsparingslån. Der er dermed sket en sammensmeltning, hvor bankerne er kommet ind på realkreditmarkedet, hvilket begyndte i starten af 90'erne, hvor det blev almindeligt at restfinansieringen af boligkøb skete gennem banken¹⁷.

Liberaliseringen af realkreditmarkedet medførte en drastisk stigning i låntagningen der har været medvirkende til de uholdbare prisstigninger på boligmarkedet. Og som beskrevet har udvikling på boligmarkedet stor indflydelse på husstandenes privatøkonomi og dermed samfundsøkonomien generelt. Ligeledes har befolkningen og virksomhedernes tillid til den finansielle sektor indflydelse på deres opsparings og investeringslyst, hvilket også har indflydelse på den samfundsøkonomiske udvikling. Den reale og finansielle del af økonomien påvirker altså hinanden gensidig i kompliceret samspil og på mange flere måder og niveauer end eksemplerne her. Dette gør det også vanskeligt at opgøre, i hvilket omfang, den finansielle sektor påvirker et konjunkturforløb. Låntagningen stiger altid i opgangstider ligesom en konjunkturedgang altid medfører nedskrivninger for både finanssektoren og virksomheder.

Nogle vil argumentere, at hvis bankerne kan bebrejdes krisen, kan de også bebrejdes de fede år op til krisen. Hermed har finanssektoren også tilført samfundet store gevinster og ikke kun tab. Men når begivenheder, som den seneste krise indtræder, bliver det tydeligt, at finanssektoren ikke er neutral med hensyn til den realøkonomiske udvikling, men derimod kan have stor indflydelse herpå.

¹⁵ Shiller, Robert J. (2003) side 300

¹⁶ Østrup, Finn (2010) side 308

¹⁷ Østrup, Finn (2010) side 309

Opsummering af effekter

For kort at samle op på de effekter jeg i denne afhandling vil undersøge som bevis for finanssektorens påvirkning af realøkonomien, gennemgås de her. Der tages udgangspunkt i det seneste konjunkturudsving, der meget godt illustrerer problemstillingen.

Den gode og stabile udvikling i økonomien gennem mange år og liberaliseringen af långivningen, medførte øgede udlån fra banker og realkreditinstitutter. Huspriser og aktiepriser stiger og de økonomiske agenter har optimistiske forventninger til fremtiden. Forbruget stiger og produktionen stiger så arbejdsløsheden falder. Der er en optimisme i samfundet, om at nu er vi på rette vej. Der er tillid til, at teknologien og videnssamfundet sikre, at opturen er stabilt funderet.

Forbruget afhænger altså af formuer, fremtidsforventninger og indtægter, som igen er en funktion af produktionen i samfundet (BNP). Der er hermed en selvforstærkende effekt mellem forbrug og indtægter, så længe der er tillid til økonomien og fremtiden.

Situationen begyndte at vende i 2007-08, hvor væksten i produktionen stagnerede, hvorved forventningerne til fremtiden faldt. Salget af boliger faldt, ligesom væksten i forbruget faldt. Dårlige nyheder fra finanssektoren i USA og Roskilde Bank der krakkede, som følge af tab på risikofyldte investeringer. Hermed kan forventningerne om fremtidige stigende afkast og produktion ikke opretholdes, hvormed produktionen falder og arbejdsløsheden begyndte at stige.

Finanssektorens udlånseksponering viser sig nu som problematisk, idet en stor del af investeringer og udlån givet under højkonjunktorens optimisme, ikke kan vedligeholdes. Banker går konkurs eller indskrænker långivningen på baggrund af den usikre fremtid, og faldet i basiskapitalen som følge af nedskrivninger. Chokket på finansmarkederne og mistilliden herpå, medfører fald i værdien af aktier der påvirker virksomheder negativt, ligesom fald i boligpriser og aktier mindsker forbrugernes formuer. Udviklingen i finanssektoren forstærker dermed nedgangen i realøkonomien, idet forbrug og produktion falder.

Fokus i afhandlingen vil dermed ligge på finanssektorens effekt på BNP, altså produktionen i samfundet, samt BNP-outputgabet der er et mål for den potentielle produktion i samfundet. Derudover undersøges effekten på huspriser, investeringer og forbruget. Mulige langsigteffekter af krisen på den økonomiske vækst vil ligeledes blive diskuteret.

Problemformulering

Som det fremgår af problemfeltet, er sammenhængen mellem den reale og finansielle del af økonomien kompleks. Og hvor meget finanssektoren påvirker realøkonomien er ikke noget økonomer er enige om. For ti år siden var tilliden til finanssektoren stor og dereguleringen i fuld gang, men den opfattelse har ændret sig siden 2008, hvor krisen ramte danskerne.

Nogle af de spørgsmål jeg vil undersøge i denne afhandling er hvorvidt bankkriser og uro på de finansielle markeder forstærker konjunkturedgange? Eller kan den finansielle krise ligefrem ligge til grund for den økonomiske nedtur? Måske er de kausale sammenhænge ikke så entydige og måske bankkriser blot kommer som et resultat af dybe konjunkturedgange? Eller har den finansielle sektor indflydelse på konjunkturudviklingen også positive effekter?

Dermed er jeg kommet frem til kernen i hvad målet er med denne afhandling, nemlig at undersøge;

Hvor stor en indflydelse har bank- og realkreditsektoren haft på den realøkonomiske udvikling i Danmark det seneste årti?

Det er dog ikke et spørgsmål jeg vil besvare i tal og statistik, men ved at sammenholde empiriske studier og diskutere dem ud fra økonomisk teori og den faktiske udvikling i dansk økonomi. Konklusionen vil dermed være et udtryk for min egen vurdering af effekterne samt en sammenfatning af empiriske studier der giver et varieret billede af den finansielle sektors påvirkning af realøkonomien.

Afgrænsning

Opgaven vil fokusere på dansk økonomi og den danske bank- og realkreditsektor. Da finanssektoren er stærkt integreret på de internationale markeder, og finansierer en stor del af indlånsunderskuddet herpå, vil jeg medtage, hvorledes stabiliteten i sektoren er påvirket heraf. Jeg vil dog afgrænse analysen til, at omfatte danske forhold og udelukkende vurdere, hvorledes den danske finansielle sektor har påvirket den danske realøkonomiske udvikling. Med den realøkonomiske udvikling, omtalt i problemformuleringen, menes udviklingen i BNP og andre realøkonomiske faktorer som investeringer, outputgab og mulige langsigteffekter.

Fokus vil være på makroøkonomiske problemstillinger, der opstår som resultat af udviklingen i den finansielle sektor. Jeg vil dermed ikke analysere effekten på forskellige typer af mikro-markeder, selv om dette også kunne kaste lys over interessante problemstillinger og forklare visse udviklingstendenser.

Den danske finansielle sektor omfatter, som tidligere nævnt, de Monetære Finansielle Institutioner (MFI'er), afgrænset til pengeinstitutter og realkreditinstitutter. Nationalbanken definerer MFI'erne som de kreditinstitutter der af offentligheden modtager indlån og andre midler, der senere skal tilbagebetales og yder lån for egen regning¹⁸. Hermed vil aktiemarkedet og andre finansielle enheder som forsikringsselskaber, pensionskasser og fonde ikke, eller kun i begrænset omfang, blive inddraget i undersøgelsen i denne afhandling. Det samme gælder Nationalbanken og dennes monetære strategier, rentefastsættelsen mv. Nationalbanken har naturligvis spillet en vigtig rolle som stabilisator og leverandør af likviditet samt valuta, men dette vil ligeledes ikke være et fokusområde i denne afhandling.

Tidsmæssigt vil jeg afgrænse mig til de sidste ti år, da denne periode dækker alle de begivenheder der kan tydeliggøre finanssektorens indflydelse på realøkonomien. Danmark har overværet både en økonomisk optur efterfuldt af en dyb økonomisk krise, som vi endnu ikke har set enden på. Der er ligeledes sket et stort samfundsmæssigt holdningsskred i denne periode, som startede med tillid og deregulering og endt med mistillid og finansielle redningspakker.

I afhandlingen kan jeg ikke medtage alle emner og perspektiver som problemformuleringen ligger op til, men vil fokusere på enkeltdele af den relevante teori og den empiriske observerede verden, der ligger til grund for problemstillingen. Jeg vil i det følgende beskrive mine metodiske overvejelser med hensyn til teorien og analysen samt konsekvenserne af den valgte metode.

¹⁸ Danmarks Nationalbank (2010b)

Metode

Teoretisk vil emnet blive anskuet fra to sider, den neoklassiske skole og den postkeynesianske skole. De to teoriretninger er adskilt af en metodisk afgrund, jf. figur 7., idet postkeynesianerne ønsker at udvikle økonomiske teorier der bygger på ontologiske refleksioner af virkeligheden. Neoklassikerne har, ifølge postkeynesianerne, opfundet en ideologisk og omfattende generel ligevægtsteori, som virkeligheden skal tilpasses efter for, at opnå optimal udnyttelse af resurser¹⁹. Imens vil neoklassikerne mene, at postkeynesianerne ikke har nogen brugbar model.

Men netop inden for denne afhandlings emneområde, den finansielle sektors påvirkning af realøkonomien, har begge skoler teorier og hypoteser om, hvorledes markedet fungerer optimalt, samt konsekvenserne for realøkonomien, hvis sektoren ikke fungerer optimalt.

Inden for den neoklassiske skole vil der lægges vægt på den efficiente markedshypotese og hvorledes denne teori har ført til policy anbefalinger om deregulering af de finansielle markeder.

Som modstykke til den neoklassiske teori er der postkeynesiansk finansiell teori. Her vil fokus ligge på Minsky's finansielle ustabilitets hypotese, der er i stærk kontrast til den neoklassiske teoris opfattelse af finanssektorens funktion.

Teorien vil ikke give et konkret bud på hvordan problemformuleringen skal besvares, men vil i analysen blive diskuteret og kritisk vurderet på baggrund af de empiriske studiers resultater, samt data for udviklingen i dansk økonomi.

Som en del af den empiriske undersøgelse, sammenholdes empiriske studier fra udenlandske, europæiske og danske undersøgelser og resultaterne vil blive sammenholdt med danske forhold og data. Ved at sammenstille et større antal studier med varierende teoretisk fundament og endda modsigende konklusioner, kan opnås en dybere og mere fyldestgørende forståelse af finanssektorens påvirkning af realøkonomien. Desuden ligger det godt op til en diskussion af effekternes betydning, samt kausalitet. Diskussionen af studierne sammenholdes med empiriske data, før jeg vil argumentere for min egen vurdering af finanssektorens effekt på realøkonomien. Jeg har fravalgt at foretage en økonometrisk analyse af danske data, for ad den vej, at vurdere kausale sammenhænge og sætte tal på finanssektorens indflydelse på realøkonomien. Her kan VAR-modeller²⁰ bestemme forskellige faktoreres indflydelse, men ikke alle relevante faktorer kan

¹⁹ Jespersen, Jesper (2007) side 83

²⁰ Vektor autoregressive modeller består af variable der består af hver deres tidsserie. Disse modeller er særligt egnede til denne type undersøgelser da hver variabel kan behandles individuelt med lags og dummies. Modellen giver et estimat for størrelsen og signifikansen af hver variabel og i forskellige varianter af modellen kan der undersøges for mulige feedback effekter mv.

inddrages. F.eks. spekulationselementet, incitamentsstrukturer og andre psykologiske faktorer, samt dereguleringens effekt på bl.a. boligpriserne vil være vanskelig at bestemme. Desuden er disse modellens antagelser om homogene markeder mv. problematiske, især i en periode karakteriseret ved økonomisk ustabilitet. Den økonometriske tilgang og metode udspringer af den mainstream økonomiske teori, der de sidste tre årtier har været domineret af neoklassikerne. Her er gjort flittig brug af økonometri i deres generelle ligevægtsmodeller og til fremskrivninger. Denne teori har dog vist sig, ikke i tilstrækkelig grad, at kunne forklare den seneste finansielle og realøkonomiske krise. En anden fremgangsmåde, hvis en økonometrisk analyse ønskes foretaget, er at undersøge delmarkeder på mikroniveau. Men eftersom jeg ønsker et fokus på makroøkonomiske sammenhænge, finder jeg det mere hensigtsmæssigt, at understøtte en survey af empiriske studier med simple tidsseriedata og tabeller. Desuden vil den gensidige påvirkning mellem delmarkederne og overblikket over reale effekter, kunne gå tabt ved en mikroøkonomisk tilgang.

De anvendte studier er udvalgt efter aktualitet, deres fokus på effekter fra finanssektor til realøkonomien og relevans for danske forhold. Jeg har udelukkende brugt bøger og rapporter fra anerkendte forskere og økonomiske institutioner. Samtidig har jeg så undladt at bruge artikler og bøger skrevet af journalister og andre ikke-fagfolk. Det kan argumenteres, at de populistiske fortolkninger af bl.a. krisen kan give nogle interessante vinkler på problemstillingen og at disse har stor indvirkning på politikernes senere håndtering af krisen og regulering af finanssektoren. Men med hensyn til linket mellem finanssektoren og realøkonomien finder jeg ikke, at de journalistiske artikler jeg har læst, bidrager med yderligere kvalificerede og indsigtssrige vinkler på emnet fra et økonomisk synspunkt.

Ved videnskabelige undersøgelser inden for bl.a. naturvidenskaben vil fakta kunne blive godtaget eller afvist og dermed opnås et entydigt resultat. Det er også noget man inden for økonomien ofte har stræbet efter, men makroøkonomi er et samfundsvidenskabeligt forskningsområde, hvis grundlagt er under konstant forandring og formes af samspillet mellem individer og samfundet. Dermed er årsag og virkning ikke altid entydige eller konstante. Udviklingen i samfundsøkonomien er kompleks og ikke alle fortolkningerne af data og påståede kausalsammenhænge viser sig at være lige korrekte, og særligt derfor kan det være frugtbart at se på forskellige fortolkninger for at få et nuanceret billede.

Den danske bank- og realkreditsektor

I dette afsnit beskrives udviklingen i den finansielle sektor og hvorledes denne har været medvirkende til de store konjunkturudsving det seneste årti. Jeg vil tydeliggøre problemer i sektoren og hvorledes de skaber spilovers til realøkonomien. Dette er afgørende for at vurdere den effekt finanssektoren har på realøkonomien og i hvor høj grad disse effekter har været gældende i Danmark. Desuden vil der stilles skarp på den del af udviklingen der har været medvirkende til at øge sårbarheden i det finansielle system og dermed destabilisere systemet, da konjunkturerne vendte i 2008.

Den finansielle sektors opgaver kan inddeles i kategorierne betalingsformidling, opsparingssikring og kreditgivning. De institutionelle strukturer og lovgivningen om finansiell virksomhed er udarbejdet med henblik på at mindske usikkerheden og lette informationsbyrden i en moderne markedsøkonomi, samt sikre en stabil finansiell sektor²¹. De finansielle virksomheder står dog overfor nogle central problemer når opgaverne skal udføres.

Asymmetrisk information vil altid være et problem på finansielle markeder, idet de to parter, der indgår aftale om lån, har forskellig viden omkring risikoen herved. Husholdninger og virksomheder har bedre kendskab til deres fremtidige evne til at tilbagebetale et lån end långiveren har. Faktisk har låntager en interesse i at tale projektet op og skjule informationer der, kunne stille tvivl om deres evner til, at vedligeholde lånet²². Ved længere tids økonomisk optur vil økonomiske agenter blive mere og mere risikovillige, da de gode tider ikke forventes at ende foreløbig. Dette medførte bl.a. under højkonjunktoren frem til 2008, at bankerne slækkede på deres kreditkrav samt investerede store summer i bygge- og anlægsprojekter. Disse investeringer i virksomheder, der var for højt gearet til, at modstå selv et lille negativt udsving i økonomien, har siden kostet adskillige banker livet, da byggeboommet og boligprisbollen sprang. Der kommer vi frem til et andet problem, der kan opstå i forbindelse med den omfordeling af risiko, der opstår ved forsikring eller låntagning. Morald hazard forekommer f.eks. når en virksomhed, der har taget et lån, efterfølgende vælger at ændre adfærd til en mere risikobetonet strategi, da eventuelle tab vil blive delt med långiver, mens gevinster vil tilfalde virksomheden²³.

Finansielle virksomheder kan kun i begrænset omfang beskytte sig imod asymmetrisk information og moral hazard problemer, hvorfor det er vigtigt at banker har tilstrækkelig med egenkapital til at dække nedskrivninger. Kapitalkravene var under Basel II fastlagt således, at basiskapitalen skulle dække mindst 8 pct. af de risikovægtede poster, også

²¹Wendt, Peter (2011) side 10

²²Østrup, Finn (2010) side 25

²³Østrup, Finn(2010) side 26

kaldet solvensgrænsen. Kapitalkravene er blevet styrket ved Basel III, så en højere del af basiskapitalen skal være egenkapital, ligesom der er krav om kapitalbuffere. En solid kapitalbase er vigtig for alle finansielle virksomheder, for at sikre dem mod insolvens ved store tab, som kan forekomme under en økonomisk krise. Hvis én finansiell virksomhed kommer i vanskeligheder kan det hurtig spredes ud gennem det finansielle system og trække flere ned og derved destabilisere sektoren. Blandt andet derfor stilles der i Basel III særlig høje kapitalkrav til såkaldte systemisk vigtige finansielle institutioner. Derudover er der et særligt moral hazard problem forbundet med disse systemisk vigtige institutioner, der går under betegnelsen "too big to fail"-doktrinen. Med "too big to fail" menes finansielle virksomheder så store at, hvis de gik konkurs, vil landets finansielle infrastruktur falde fra hinanden og kaste landet ud i dyb krise. Disse SIFI's (Systemically Important Financial Institutions) operere dermed ikke på lige fod med mindre banker, da SIFIs reelt ikke er underlagt markedsdisciplin. SIFIs har en indirekte garanti på, at hvis de fejler, vil staten rede dem på borgernes regning. Den almindelige incitamentsstruktur sættes dermed ud af spil og SIFIs har alt at vinde ved høj gearing og store risici, mens regningen bliver betalt af skatteyderne, hvis det går galt. Dermed opnår SIFIs større statssubsidier jo større risici de tager, hvilket forstærker incitamentet til at tage store risici²⁴. Strengere kapitalkrav og øget eftersyn af SIFIs er derfor nødvendigt for at opveje den fordrejede incitamentsstruktur og genskabe tilliden til det finansielle system.

Udover at stabilisere finanssektoren skal reguleringen af finansielle virksomheder begrænse risikoen for kunderne ved at sikre indskud og investeringer placeret i finansielle virksomheder. Ved at stille krav til ledelse, regnskaber og begrænsninger for enkeltengagementer, har staten overtaget opgaven med at føre tilsyn og kontrollerer at finansielle virksomheder er sunde og veldrevne. Dermed skal den enkelte forbruger eller virksomhed ikke indsamle information om de enkelte banker og kan stole på, at deres værdier er sikret i banken. Derudover er regulering mht. forbrugerbeskyttelsen vigtig, idet gennemsigtigheden i sektoren er lav og kundens finansielle forhold, som lån og opsparing, kan få store konsekvenser for kundens økonomi²⁵. Ben Bernanke's artikel om Den Store Depression, der gennemgås senere, viser hvor høje omkostningerne for samfundet kan blive, hvis informationsstrukturen og tilliden i banksystemet bryder sammen.

Den strukturelle udvikling

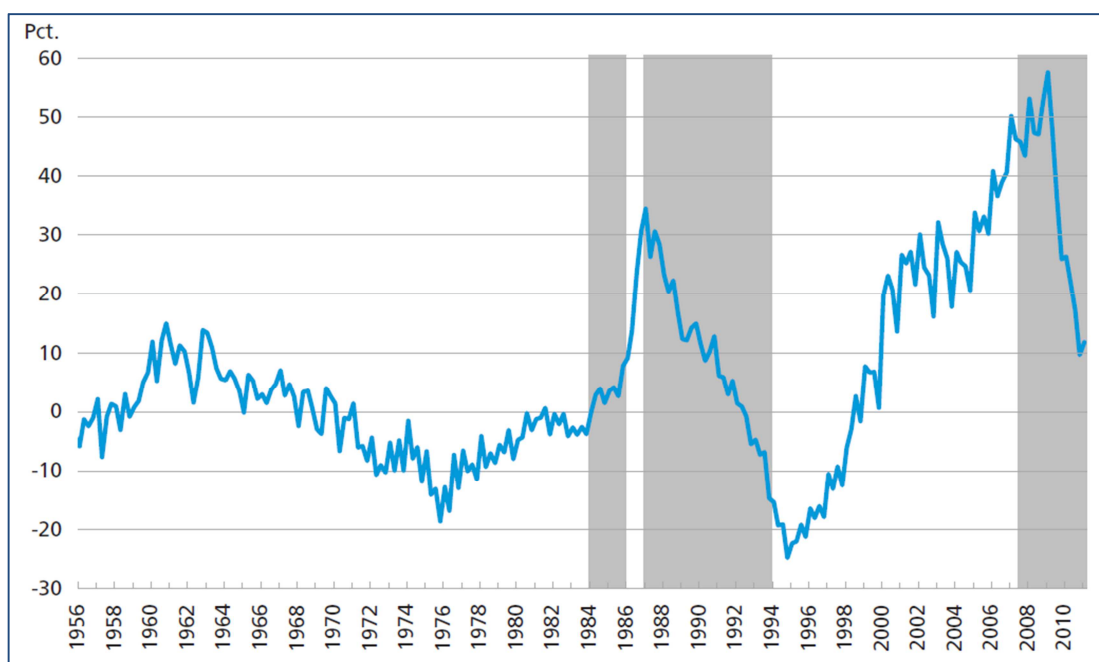
Hvis vi kort skal se på den strukturelle udvikling i det danske finansielle system har perioden fra midt-90'erne og frem til 2007 været præget af stærk ekspansion og høj indtjening. Pengeinstitutternes udlån steg kraftig i årene op til krisen. Der er kun to

²⁴ Grosen, Anders (2011) side 3

²⁵ Østrup, Finn (2010) side 89

perioder, hvor udlån i forholdt til BNP er steget så meget over trenden siden Anden Verdenskrig. Det er før den syv år lange lavkonjunktur 1986-93 og op til den nuværende finanskrisen. I figur 5 herunder, er trenden et 32 kvartals glidende gennemsnit, mens udlånen er indenlandske og til ikke-IMF'er, altså husholdninger og virksomheder. De grå markeringer er perioder med bank- og valutakriser.

Figur 5: Pengeinstitutternes udlån i forholdt til BNP²⁶



Som det ses i figur 5 herover, har der gennem en længere årrække været en betydelig udlånsstigning, hvilket har skabt en masse kredit i samfundet, men samtidig gældsæt forbrugerne og muliggjort prisinflation på aktiver som aktier, landbrugsjord og ejerboliger.

Ses der på væksten i bankernes samlede aktiver, er disse fordoblet det sidste årti, mens realkreditens aktiver er lidt mere end fordoblet, på trods af, at beholdningen af aktiver er faldet med ca. 10 pct. siden sommeren 2010 pga. finanskrisen.

Tabel 1: Penge- og realkreditinstitutters beholdning af aktiver i alt i mia. kr.²⁷

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bank	1315,2	1500,3	1533,8	1809,2	1972,6	2281,3	2702,0	2822,4	2868,1	2658,9
Realkredit	1428,6	1598,4	1696,8	1896,9	2117,8	2386,3	2709,3	3013,2	3221,2	3192,5
BNP	367,2	368,6	377,1	386,3	399,4	405,8	402,6	379,1	384	388,1 ²⁸

²⁶ Abildgren, Kim, m.f. (2011) figur 4.1, side 15

²⁷ Nationalbanken, tabel DNBA1 og DNBA3

²⁸ Gennemsnit af 1.-3. kvartal 2011

Til sammenligning er det danske bruttonationalprodukt, BNP "kun" steget med 5,6 %. Den finansielle sektors andel af samfundsøkonomien må dermed antages at være vokset betydelig. I periode 2002-2009 er den finansielle sektors bruttooverskud steget fra 4,48 pct. af den samlede økonomis bruttooverskud til 9,91 pct., altså mere end en fordobling. Sektorens bruttofaktorindkomst er ligeledes næsten fordoblet og den relative betydning for samfundsøkonomien er dermed øget siden 2002.

Afsluttende kan nævnes, at overskudsgraden i den finansielle sektor er forøget kraftig, så den i 2009 var på 46,7 pct., vel og mærke midt under finanskrisen²⁹. Den finansielle sektor har dermed forbedret overskudsgraden under krisen. Men modsat har den finansielle sektor mistet meget kapital ved nedskrivninger, ligesom kravene til egenkapital, basiskapital og buffere er steget. Det har altså været et krav til de finansielle virksomheder om, at sparere op og udvide kapitalgrundlaget.

Et andet punkt hvor der er sket store ændringer i det finansielle landskab er med hensyn til opdeling af sektoren i delmarkeder. Tidligere var der skarpe skel mellem banker, realkredit, forsikringsselskaber mv. for at mindske sårbarheden i det finansielle system. En af fordelene ved dette system er, at rammes et område af krise eller sammenbrud vil det muligvis ikke spredes til andre sektorer og hermed vil de samfundsøkonomiske konsekvenser begrænses. Men med liberaliseringerne af finanssektoren er der siden år 2000 sket en stigende sammensmeltning af realkreditsektoren og banksektoren. Pengeinstitutterne aftager en betydelig andel af realkreditpapirer svarende til 37,9 pct. af den samlede udestående mængde. Hermed er realkreditfinansieringen blevet sårbar overfor udviklingen i banksektoren og der er ikke længere tale om to forskellige finansieringssystemer. Desuden blev der fra juli 2007 muligt for bank- og realkreditinstitutter at yde lån på grundlag af særligt dækkede obligationer, SDO-lån. Disse lån er uden maksimal løbetid eller fast afdragsprofil og hermed blev balanceprincippet yderligere lempet³⁰.

Opbygningen af koncerner har yderligere været med til at udviske skellene mellem de forskellige delmarkeder. Koncerner der dækker over flere finansielle brancher tog fart i 90'erne og de tre største i Danmark er nu Danske Bank, Nykredit og Nordea, der alle dækker over bankvirksomhed, realkredit og forsikring i adskilte undervirksomheder³¹. De tre koncerner dækker over 55 pct. af den samlede aktivitet i den finansielle sektor og kan betegnes som SIFIs. Dette sås også ved bankpakke II, der var målrettet til at sikre at

²⁹ Østrup, Finn(2010), tabel 4.3 og tabel 4.4, side 147-149

³⁰ Østrup, Finn(2010), side 308

³¹ Østrup, Finn(2010), Side 161

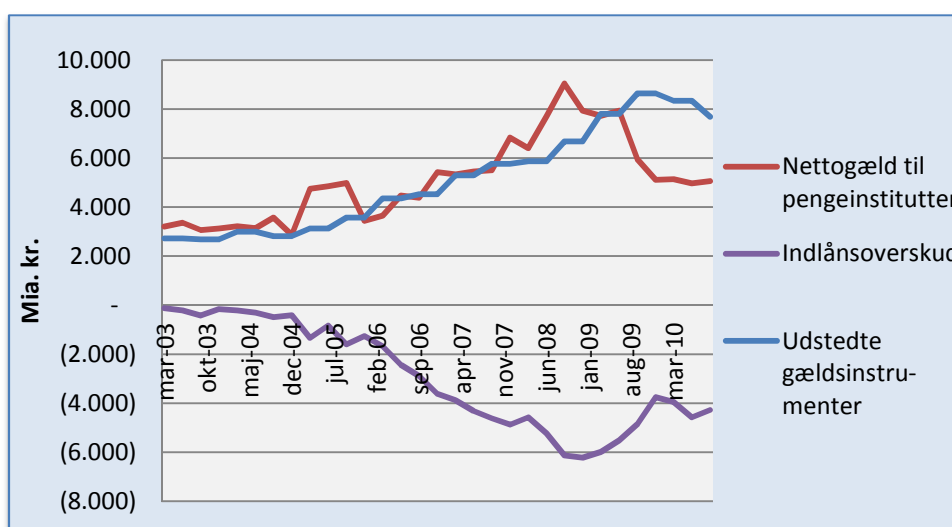
Danske Bank, der står for 45-50 pct. af al bankvirksomhed i Danmark, overholdet solvensgrænsen³².

Indlånsunderskud og international integration

Liberaliseringen af den finansielle sektor siden 80'erne, stod på i stort set alle vestlige lande både nationalt og gennem den internationale integration. Denne internationalisering medførte også, at de danske banker optog store lån i udlandet for, at finansiere det stigende indlånsunderskud³³. De danske banker er afhængige af finansiering over de internationale finansmarkeder, hvilket viste sig problematisk efter Roskilde Banks krak den 24. august 2008. Denne begivenhed kombineret med den generelle mistillid på de internationale finansmarkeder efter sub-prime krisen, fik renten til at stige kraftig for de danske bankers korte lån i udlandet. Det blev således sværere og dyrere for de danske banker at forny deres lån og dermed undgå insolvens³⁴. Den danske stat var nødsaget til at træde til med Bankpakke I for, at stabilisere markedet og sikre at de danske banker fortsat kunne refinansiere deres indlånsunderskud.

Indlånsunderskuddet er et mål for, hvor vidt bankerne kan finansiere sig ved indlånene alene eller hvor stort et behov de har for at optage lån i udlandet eller udstede gældsinstrumenter. Nettogælden til pengeinstitutterne er finansieret hos udenlandske kreditinstitutter ved at optage korte lån af banker og investorer. Vækst i indlånsunderskuddet har været kraftigst hos de største banker, dem med en arbejdende kapital på over 50 mia. kr.³⁵

Figur 6: Pengeinstitutternes indlånsoverskud og gælden til pengeinstitutterne.



³² Østrup, Finn(2010), side 293

³³ Østrup, Finn(2010), side 197

³⁴ Rangvid, Jesper (2011) Side 74

³⁵ Finanstilsynet (2010) Side 15

Bankernes høje indlånsunderskud er medvirkende til at gøre dem følsomme overfor eksterne stød, som for eksempel da den internationale finanskrisen medførte en stærkt forøget interbankrente³⁶.

Deregulering i EU-regi medførte desuden, at de europæiske finansielle markeder blev tiltagende integrerede og her var de danske banker med helt fremme. Danske finansielle virksomheder som Nordea er en del af en større nordisk koncern mens Danske Bank har opkøbt finansielle virksomheder i en lang række nordiske lande og Irland. Integrationen går også den anden vej, idet udenlandske koncerner ekspanderer i Danmark, f.eks. Handelsbanken og SEB³⁷.

Delkonklusion

Dereguleringen har medført at den danske finansielle sektor er mere sårbar overfor både stød udefra pga. den internationale integration, ligesom de finansielle delmarkeder herhjemme i højere grad er blevet indbyrdes afhængige. Sammenholdes dette med tendensen til at sektoren bliver mindre risikoavers og øger udlånene under højkonjunkturer, er det ikke overraskende at finansmarkederne blev tiltagende ustabile og at der blev opbygget prisbobler på finansielle aktiver.

Afsluttende kan det bemærkes, om den generelle udvikling i det finansielle system, at denne har været præget af massiv ekspansion. I perioden 2003-2008 steg bankernes udlån markant, værdien af ejerboliger næsten fordoblede, ligesom kurserne på aktiemarkederne steg kraftig pga. de gode tider. Danskerne og resten af den vestlige verden opbyggede et meget højt forbrug. Dette høje forbrug har muligvis ikke afspejlet en realøkonomisk vækst, men blev muliggjort og opretholdt ved øget gældsætningen og prisinflationen på finansielle aktiver. Med andre ord var udviklingen uholdbar og danskerne har levet over evne i en længere periode.

³⁶ Danmarks Nationalbanken (2010a) side 24

³⁷ Østrup, Finn(2010), side 155

Teori

Den økonomiske teori på området kan tydeliggøre nogle af de effekter og kausaliteten heraf, som findes mellem finanssektoren og realøkonomien. Desuden er det tydeligt i de fleste empiriske studier, hvilken skole eller retning inden for teorien de er tilhænger af og udformer undersøgelsen og synspunkter efter. Det er endvidere interessant at sammenholde den relevante teori med empiriske data og resultaterne fra studierne, hvis metode bygger på teorierne, for at se, hvorvidt der er overensstemmelse mellem den økonomiske teori og den faktiske økonomiske verden og udvikling.

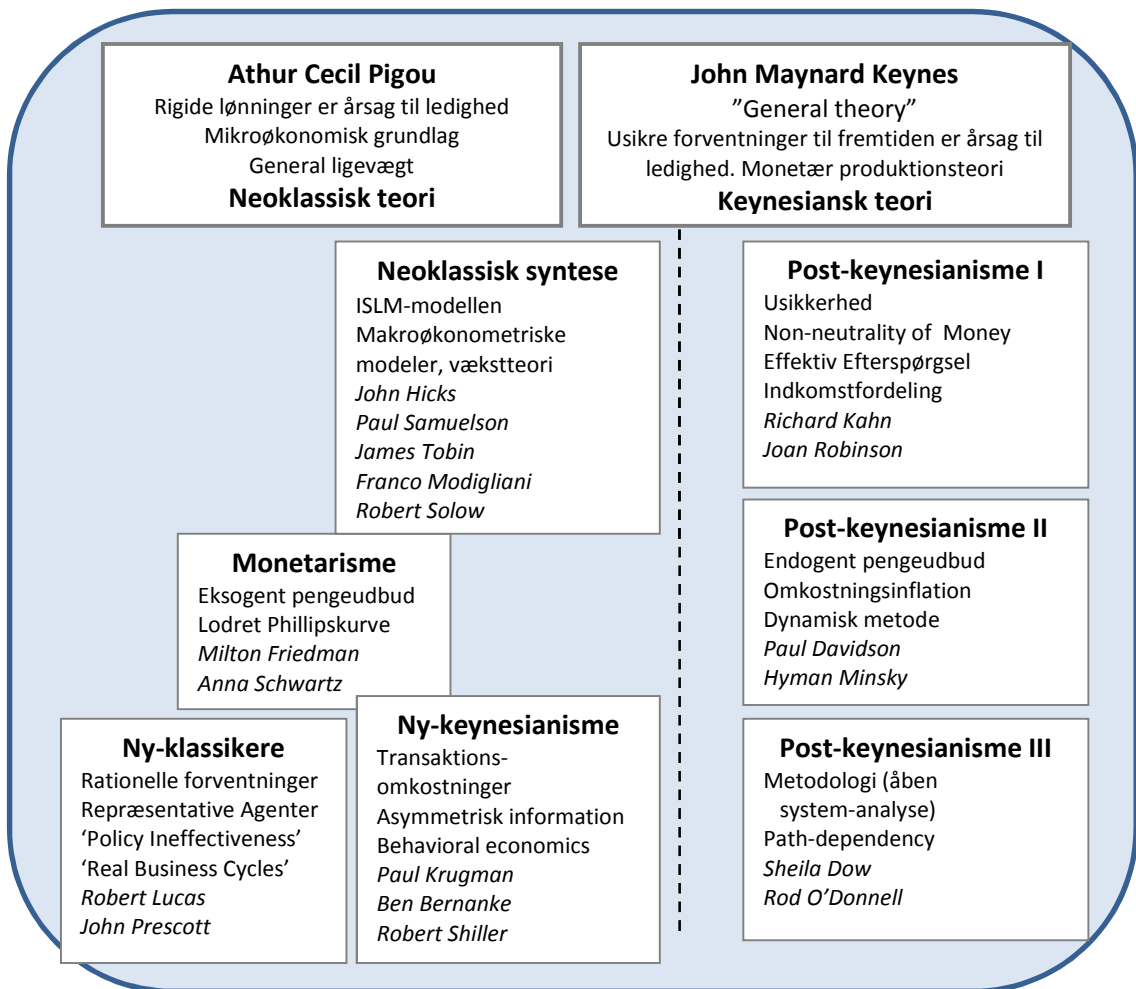
Jeg vil i dette afsnit fokusere på to skoler inden for økonomisk teori, neoklassikerne og postkeynesianerne. Neoklassikerne fordi de har været den dominerende teoriretning de seneste tre årtier og ligger grunden for meget af den økonomiske metode og økonometrien der bruges ved empiriske undersøgelser. Den neoklassiske tilgang er stadig i dag dominerende inden for økonomisk tænkning og empirisk forskning. Postkeynesianerne har dog vundet terræn efter den finansielle krises indtog og er blevet den nye dille inden for økonomisk teori. Den har vundet udbredelse både hos fagfolk og studerende, men særligt hos journalister og andre interesserede, da det er en mere virkelighedsnær tilgang til økonomi, om end de ikke har samme omfattende model som neoklassikerne.

Siden oliekriserne i 70'erne, der tydeliggjorde de uforenlige forskelle mellem de to teoriretninger, er der gjort mange forsøg på udvikle en samlet mikro- og makroøkonomisk teori³⁸. Bl.a. har ny-keynesianerne, under behavioral economics, forsøgt at modificere den rationelle agent. Hensigten er at forklare ændringer i volatiliteten på aktiemarkedet, samt prisbobler på aktiver inden for den teoretiske ramme af generel ligevægtsteori³⁹. Fælles for neoklassikerne og ny-keynesianerne er, at de gør brug af generel ligevægtsanalyse, der står i modsætning til postkeynesianernes metodiske grundlag.

I figur 7 herunder ses en oversigt over de største makroøkonomiske skoler. På højre side af den "metodiske afgrund" ses postkeynesianerne. Skolerne på venstre side udspringer af den neoklassiske skole og gør alle brug af generelle ligevægtsmodeller, men har forskellige fokusområder. Når jeg refererer til den neoklassiske teori i denne afhandling menes, lidt bredt, skolerne på den venstre side af den metodiske afgrund.

³⁸ Snowdon og Vane (2005), side 21

³⁹ Shiller, Robert J. (1999), Side 1307

Figur 7: Det økonomiske stamtræ⁴⁰

Den neoklassiske tilgang har, særligt inden for finansiell og monetær teori, været dominerende siden stagflationsproblemerne⁴¹ der plagede vestlige økonomier i perioden 1973-1983. Men med den globale finanskrisens indtog, blev svaghederne i den neoklassiske teori tydelig og postkeynesianske teoretikere som Hyman Minsky fik pludselig opmærksomhed.

Jeg vil først beskrive den klassiske finansielle teori og det metodiske grundlag samt give en kort kritik og opsamling på, hvorledes denne teoriretning har været med til at influere politiker, bankfolk, investorer mv. og dermed også udvikling i finanssektoren. Derefter gennemgås de postkeynesianske "modstykker" til klassikernes teorier og dennes metodiske grundlag vil blive diskuteret. Men forinden vil jeg kort gennemgå Keynes teori for bestemmelse af produktionen i samfundet og hvilke faktorer denne afhænger af.

⁴⁰ Jespersen, Jesper (2007), Side 40

⁴¹ Kombinationen af høj arbejdsløshed og høj inflation, er en sammentrækning af ordene stagnation og inflation.

Keynes' produktions- og forbrugsfunktion

Som det ses i figur 7 herover, så repræsenterer boksen øverst til højre, Keynes teoretiske bidrag. John Maynard Keynes har inspireret både neoklassikerne og postkeynesianerne med hans værk *The General Theory of Employment, Interest, and Money* fra 1936. I denne teori fastlægges, hvilke faktorer der bestemmer indkomst, forbruget og arbejdsløshed. Disse sammenhænge er nødvendige for, at forklare finanssektorens effekt på realøkonomien, idet disse faktorer virker som kanalerne hvorigennem effekterne virker.

I en forenklet økonomi der består af husholdninger og virksomheder er de samlede udgifter i samfundet $E = Y = C + I$, forbrug C og investeringer I . Investeringerne afhænger af omkostningerne ved at skaffe kapital hertil og forventede fremtidige profitter af investeringen. Altså afhænger investeringer af forventede fremtidige indtægter og udgifter og er let påvirkelig af økonomiske udsving, idet disse påvirker tilliden til fremtiden⁴².

Det aggregerede forbrug kan bestemmes ud fra følgende formel $C = a + cY$, altså afhænger forbruget af et konstant forbrug a der er uafhængig af indkomsten, den aggregerede indkomst Y , og hvor c er et tal mellem 0 og 1 der bestemmer, hvor stor en andel af indkomsten der forbruges. Substitueres C ind i formelen ovenfor fås følgende sammenhæng: $Y = a + cY + I$. Indkomsten i samfundet afhænger dermed af forbruget, der igen afhænger af indkomsten, og så investeringerne. Isoleres Y i ovenstående ligning fås: $\Delta Y = \Delta I \cdot \kappa$, hvor $\kappa = 1/(1-c)$ = multiplieren⁴³. Så hvis investeringerne stiger vil indkomsten i samfundet stige med dette beløb ganget med κ . Indkomsten stiger dermed med et større beløb end investeringerne, over de næste perioder. Dette kommer af at investeringerne øger indtægten hvoraf en del bliver brugt til forbrug, der igen øger produktionen og dermed indtægten. Størrelsen på c , tendensen til at bruge indtægterne, bestemmer størrelsen af multiplieren. Jo større en del af indtægten der forbruges, jo større er multiplikatoreffekten.

Både forbrug og investeringer afhænger af forventningerne til fremtiden og de fremtidige indtjeningsmuligheder. Hvis fremtiden virker sikker og tilliden til økonomien er stor, vil forbrug og investeringer ligeledes stige, hvormed produktionen stiger og samfundsøkonomien er i vækst. Hvis forventningerne ændres til det negative, vil investeringer udskydes og husholdningerne vil øge deres opsparinger, som en reaktion på usikkerheden. Dette har inspireret postkeynesianernes teori med fokus på usikkerhed og det makroøkonomiske landskab, mens neoklassikerne har reduceret usikkerheden til risiko der, især på makromarkeder, kan beregnes.

⁴² Snowdon and Vane (2005) side 59

⁴³ Snowdon and Vane (2005) side 60

Neoklassisk teori

Neoklassikerne sammen med "søsterskolerne" monetaristerne og ny-klassikerne har lagt det teoretiske fundament, der har promoveret en deregulering af den finansielle sektor og international liberalisering af finansmarkederne. Deres "Hands-Off" strategi vil sikre optimal udnyttelse af alle resurser gennem prisme mekanismen og antagelsen om, at prisen altid vil afspejle varens sande værdi. Teoretisk betyder det for finansmarkederne, at der ikke kan opnås overnormal profit gennem spekulation, ligesom der ikke vil forekomme prisbobler på finansielle markeder. Hvordan denne teori har påvirket de finansielle markeder og samfundsøkonomien vil blive diskuteret senere, først gennemgås grundlaget for denne antagelse.

Den usynlige hånd

Adam Smith var i 1776 den første der beskrev den usynlige hånd. Hermed menes, de markeds kræfter der sikre, at priser tilpasses udbud og efterspørgsel. Således vil priserne falde, hvis udbuddet er højere end efterspørgslen. Herefter vil der produceres mindre så udbuddet begrænses og prisen igen tilpasses produktionsomkostningerne. Resultatet er at markederne regulerer sig selv, så resurserne allokeres effektivt og optimalt, selv om alle involverede parter følger egeninteresser. Og efter citat af en af de store neoklassiske teoretikere:

What is true of the markets for consumers' goods is also true of markets for factors of production such as labor, land, and capital input⁴⁴.

Paul A. Samuelson

Denne teori, at fleksible priser sikrer at alle markeder er i ligevægt, blev udtænkt i det 1800 århundredes Europa, men er ifølge neoklassikerne universelt gældende på alle markeder, selv i en moderne globaliseret økonomi.

Den efficiente markedshypotese

Hermed er vi fremme ved den efficiente markedshypotese der kort og godt siger, at priserne altid reflekterer den sande pris og sikre optimal allokering af resurser under de rigtige markedsforhold. Med rigtige markedsforhold menes fuld konkurrence uden indblanding fra politisk side med afgifter, told osv. Bl.a. derfor har økonomer de sidste tre årtier, med stor succes, givet policy anbefalinger om, at liberaliser finansmarkederne for at sikre optimal funktion. Det frie marked er blevet en realitet for valuta og finansielle aktiver verden over, hvormed aktivernes pris til enhver tid ses som den korrekte pris. Prisen på aktiver fastsættes, som på alle markeder, gennem udbud og efterspørgsel fra de rationelle

⁴⁴ Samuelson, Paul A. (1963) side 39

agenter. Termen rationelle agenter dækker over aktører der bruger al tilgængelig information til at beregne alle de mulige fremtidige udfald og derudfra foretage det bedste valg. Hermed blev usikkerheden omkring fremtiden gjort eksogen eller mulig at beregne⁴⁵. Da finansmarkederne er præget af fuldkommen konkurrence og dermed fuld information, vil de rationelle agenter sammenholde al relevant information om aktivet, hvorved prisen fastsættes korrekt ud fra de underliggende reale faktorer. Prisudsvingene på de finansielle markeder kommer dermed som resultat af eksterne choks, den konstante strøm af ny information og ændringer i efterspørgselen⁴⁶.

Pengenes neutralitet

Påvirkningen af priser går ifølge neoklassikerne også kun en vej, fra de reale underlæggende faktorer, til de finansielle aktiver. Den finansielle sektor kan ikke påvirke udviklingen i den reale samfundsøkonomi. Pengenes neutralitet sikrer, at uanset hvor meget bankerne øger deres udlån, vil det ikke påvirke udbud eller efterspørgsel i økonomien, men udelukkende påvirke priserne på såvel varer som lønninger.

Inden for neoklassisk teori er der flere grader af hypotesen om pengenes neutralitet som stammer fra den neoklassiske udgave af kvantitetsligningen⁴⁷. Imens nogle vil være enig i udsagnet ovenfor, vil andre hævde, at penge er neutrale på lang sigt, men kan have en kortsigtet effekt på udbud og efterspørgsel⁴⁸. Dog vil økonomien vende tilbage til oprindeligt produktionsniveau når effekten af den øgede pengemængde har nået lønningerne⁴⁹.

Kritik af neoklassisk finansiell teori

Enhver udestående vil finde det morsomt, at den dominerende økonomiske teori gennem knap 30 år, har insisteret på, at finansielle bobler ikke eksistere eller at priserne på aktiver ikke påvirker den reale del af økonomien. Lidt mere skræmmende er det, at denne teori har stået for policy anbefalingerne i verdens store økonomier, samt presset kravet om frihandel og frie finansielle markeder ned over verdens ulande⁵⁰.

Ses der på det i et historisk perspektiv, så "løste" monetaristerne muligvis stagflationsproblemerne og det gik klart bedre for de vestlige økonomier end for det kommunistiske USSR og Kina. Efter murens fald har samfundsøkonomien været inde i en

⁴⁵ Snowdon and Vane (2005) side 226

⁴⁶ Cooper, George (2008) side 9

⁴⁷ Kvantitetsligningen siger kort at pengemængden gange omløbshastigheden er lig landets produktion gange prisniveau, da omløbshastighed er eksogen bestemt og produktionen udelukkende bestemt af reale faktorer vil mængdemængden udelukkende påvirke prisniveauet.

⁴⁸ Snowdon og Vane (2005) side 483

⁴⁹ Snowdon og Vane (2005) Side 243

⁵⁰ King, J.E. King (2005) side

relativ stabil fase med vækst på trods af enkelte aktiebobler. Så set i det lys, hvorfor gå væk fra noget der åbenbart virkede? Men med den seneste finansielle og realøkonomiske krise, kom neoklassisk teori til kort. Ude afstand til at forudse eller forklare den største finansielle krise siden den store depression, ser det nu ud til, at økonomer og offentligheden har fået øjnene op for alternative teorier.

Postkeynesiansk teori

Hvis der ses kritisk på Poul Samuelsons udsagn citeret ovenfor, vil man bemærke at det ikke i bogen bliver fuldt op af nogen forklaring om, hvordan dette er gældende for produktionsfaktorerne og hvilke mekanismer der skulle sikre det. Konklusionen drages på den baggrund at, hvis det gælder på et marked, så gælder det også for de andre markeder i økonomien. Postkeynesianerne forsøger at træde et skridt tilbage og se på det økonomiske landskab på ny, for som Jesper Jespersen pointerer i hans bog Makroøkonomisk metodologi – i et samfundsøkonomisk perspektiv, skal en teori være tilpasset virkeligheden om end simplificeret⁵¹. Så postkeynesianernes har som alternativ udviklet en række antagelser om, hvorledes økonomiske agenter tager beslutninger, også på de finansielle markeder.

Usikkerhed

Beslutninger træffes under usikkerhed hver eneste dag og særligt inden for det finansielle system er usikkerheden stor, da resultatet af transaktioner ofte afhænger af fremtiden. Ses der på investeringer, er afkastet altid usikkert ligesom låntagning kan have en stor indflydelse på husholdningens fremtidige økonomi. Usikkerheden gennemsyre, ifølge postkeynesianerne, alle niveauer af det finansielle system og adskiller sig fundamentalt fra det neoklassiske begreb risiko, idet risiko kan beregnes⁵². Usikkerheden er et vilkår som beslutninger skal træffes under. Og det selvom den enkelte aktør, besidder en begrænset information om konsekvenserne af beslutningen. Dermed tages beslutninger også på baggrund af forventninger og i en moderne økonomi har forventningerne hos iværksættere og den finansielle sektor, stor indflydelse på den økonomiske udvikling⁵³. Her tages beslutninger om lån og investeringer, ligesom aktiver prisfastsættes. Investeringer har ligeledes en langsigtet effekt på økonomien, idet fremtidig produktion og beskæftigelse afhænger heraf. Forbrugernes forventninger til en usikker fremtid vil påvirke efterspørgslen og dermed produktionen i økonomien.

⁵¹ Jespersen, Jesper(2007) side 83

⁵² Jespersen, Jesper (2007) side 33

⁵³ King, J.E. (2005) Side 136

Pengenes neutralitet

En vigtig detalje at gøre op med er, at postkeynesianerne, i modstrid med neoklassikerne, mener at pengemængden er en endogen faktor. Penge er skabt ved bankernes udlån, altså kredit, og trykte penge. Penge er ej heller neutrale overfor den reale økonomi, da de ikke kan reduceres som et transaktionsmiddel eller til opbevaring af formuer⁵⁴. Penge er først og fremmest et middel til at komme ind på markedet, tage en position i et aktiv eller, gennem lån, finansieres investering eller forbrug. Gennem kredit skabes penge, idet disse tilgodehavender i banken accepteres som betalingsmiddel⁵⁵. En stigning i bankernes udlån kan dermed medføre en stigning i efterspørgslen og påvirke den samlede produktion.

Financial Instability Hypothesis (FIH)

Som titlen antyder, mener Hyman Minsky at ustabilitet og prisbobler er en naturlig tilstand på de finansielle markeder, altså et systemisk fænomen nærmere end tilfældigheder. Hans teori konkluderer ligefrem at, i en moderne kapitalistisk økonomi, er stabilitet destabiliserende⁵⁶. For at forklare dette modsigende udsagn starter vi med at se på en økonomi med stabil udvikling og et robust finansielt system. Ifølge Minsky er dette den naturlige gang for en moderne markedsøkonomi.

Alle enheder i denne moderne kapitalistiske markedsøkonomi tager positioner i aktiver, nogle fysiske, andre finansielle, ved at optage lån som enheden skal vedligeholde. De fremtidige indtægter er dog usikre, hvorfor alle enheder opererer under restriktionerne af deres "margin of safety"⁵⁷. Denne fastsætter størrelsen af porteføljen af likvide aktiver, garantier og egenkapital, så der er noget at stå imod med, hvis investeringer går galt. Omfanget af denne "margin of safety" bliver fastsat efter erfaringer og forventninger af hver enkelt virksomhed⁵⁸.

Historien om en konjunkturperiode

I denne robuste økonomi, kan husholdningerne med deres indkomst og virksomhederne med deres profitter, betale deres forpligtigelser overfor bankerne. Med tidligere kriser i mente er alle finansielle aktører risikoaverse. Denne finansielle struktur er domineret af "hedge"-finansierede enheder, hvis indkomst klart dækker deres finansielle forpligtigelser og med en høj "margin of safety". Men muligheden for at skabe ekstra profit får virksomheder til at påtage sig nye aktiviteter og investeringer, hvilket stimulerer

⁵⁴ King, J.E. (2005) side 117

⁵⁵ Papadimitriou og Wray (2010) side 85

⁵⁶ Papadimitriou og Wray (2010) side 87

⁵⁷ Risikopræmien for at låne penge i banken. I gode tider er margien lavere, så investeringsprojekter, der under en højere margin blev afvist, kan nu accepteres idet omkostningerne er mindre

⁵⁸ King, J.E. (2005) side 146

økonomien. Hvis tingene går godt har "margin of safety" været større end nødvendig. Så efter en gunstig periode med fremgang, vil der blive slækket lidt på "margin of safety" fremover. Iværksættere, banker og andre aktører ønsker at tage del i succesen og bliver mere villig til at påtage sig risici for at øge indtjeningen. Her bliver bankerne opfindsomme med nye finansielle instrumenter og gældsætningen i økonomien stiger. Langsomt begynder en større del af de finansielle aktører og virksomheder at investere store summer, hvorved virksomhederne geares og "margin of safety" falder.

Den finansielle opfindsomhed vokser og der opstår hvad Minsky kalder "*spekulative*"-finansierede enheder. Dette er enheder med meget høj gearing, hvilket muligvis er positivt, idet det bidrager til langsigtede investeringer og dermed vækst. Men det gør samtidig økonomien sårbar, idet disse enheder, som der bliver flere og flere af, er meget sårbar overfor økonomiske og finansielle forandringer. Som økonomien bevæger sig ind i en boble, grundet den høje investeringsrate og efterspørgselsstigning, bliver aktørerne endnu mere spekulative.

Dermed er vi nået til den fase i udviklingen, hvor "*Ponzi*"-finansiering spreder sig mellem enhederne. Her har ultra-spekulative enheder problemer med at betale deres udgifter og må derfor enten sælge aktiver eller optage nye lån for at dække deres finansielle forpligtigelser. I denne situation er det svært at realisere forventede profitter og en lille stigning i renten, fald i efterspørgslen eller fald i priserne på finansielle aktiver, kan medføre konkurser og finansiell krise⁵⁹.

Fra finansiell krise til realøkonomisk krise

Den finansielle krise bliver udløst af en "snebold" effekt, hvor internt afhængige virksomheder i det finansielle system, trækker hinanden med ned. Ifølge Minsky bliver den dårlige bonitet af udlånsporteføljen tydelig, hvilket medfører omfattende gældsnedskrivninger og konkurser. Virksomhederne vil igen hæve deres "margin of safety", hvormed efterspørgslen efter lån falder, mens bankerne strammer kreditvurderingen, så en kreditklemme er lige forestående. Hermed er økonomisk recession uundgåeligt og kan føre til en kronisk depression, hvis krisen ikke imødegås af regeringen.

Udviklingen forværres desuden ved, at aktørerne under opturen har sat store dele af deres værdier i illikvide aktiver, idet tilliden til økonomien var stor og forventninger om høje afkast. Når krisen rammer, ændres likviditetspræferencerne til likvide midler, hvilket igen er med til at forværre krisen, da penge trækkes ud af investeringer og bankerne⁶⁰.

⁵⁹ Papadimitriou og Wray (2010) side 88

⁶⁰ Papadimitriou og Wray (2010) side 88

Krise på to niveauer

Minsky's policy anbefalinger lyder på "Big Government", der skal dæmme op for effekterne af kriser og "Big Bank", centralbanker, der skal forsøge at dæmme op for den finansielle krise inden for det finansielle system, ved at tilføre likviditet. Men Minsky frygtede at dette kunne have en utilsigtet effekt på den økonomiske udvikling. De finansielle aktører forventer, at staten vil rede dem fra krisen, hvorfor risiko bliver belønnet i de gode tider og ingen konsekvenser har, hvis det går galt. Dette kan føre til, at de almindelige konjunkturer, som beskrevet ovenfor, bliver mildere, men succesen kan medføre, at samfundet bliver mindre risikoavers for hver konjunkturcykel. Hermed er der en lang "super-konjunktur" henover de mindre konjunkturudsving som kan ende med en "super-krise". I løbet af denne "super-konjunktur" vil der opbygges store ubalancer i systemet, idet risikovilligheden øges for hver af de mindre konjunkturer, mens de regulative institutioners indflydelse mindskes⁶¹. Dette skyldes bl.a. at den finansielle sektor gennem lobbyarbejde får svækket de offentlige instanser der skal regulere markedet. Samfundet som helhed og dermed også dem der skal regulere sektoren, bliver samtidig påvirket af optimismen i de gode tider og glemmer tidligere tiders kriser og deres konsekvenser.

Kritik af postkeynesiansk teori

Ifølge postkeynesianernes evolutionære tilgang til udvikling på de finansielle markeder er kriser dybest set uundgåelige. Minsky argumentere at agenterne handler rationelt når de medvirker til udviklingen af bobler, idet de blot følger de signaler markedet giver. I den finansielle sektor er der i gode tider en tendens til at undervurdere risikoen og konsekvenserne af denne. Med udvikling af nye instrumenter og mulighed for høje profitrater ved gearing, har det finansielle system en tendens til at danne incitament til øget risikotagning. Optimismen og den høje gearing vil få priser på aktiver til at stige så investorer belønnes, men samtidig dannes der spekulative prisbobler der gør markedet ustabil.

Denne teori stemmer umiddelbart godt overens med udviklingen på de finansielle markeder verden over. Men om det er tid til et regimeskift med hensyn til, hvilken teoretisk retning der diktere policy anbefalinger og dermed får indflydelse på den økonomiske udvikling er endnu uvis. Den postkeynesianske teori tydeliggør de mekanismer der destabiliserer de finansielle markeder og hvorledes problemer på dette marked påvirker den reale økonomi. Der er dog ingen bud på størrelsen af disse effekter eller hvordan enkelte effekter kan isoleres fra de øvrige. Neoklassikerne har en omfattende model for alle delmarkeder med økonometrisk tilgang, hvor kausale sammenhænge er fastlagte, nærmest lovmæssigheder. Hermed kan fremtidige effekter af

⁶¹ Papadimitriou og Wray (2010) side 207

politiske tiltag beregnes og der kan tages stilling til, hvilken politik der vil give det bedste resultat. Dette er egenskaber enhver beslutningstager vil sætte pris på, hvorfor denne tilgang har formet meget af reguleringen i det finansielle system.

Analyse

Et finansielt marked der kanaliserer opsparinger over i udlån og investeringer, er grundlæggende for den moderne markedsøkonomi. Uden låntagning og investeringer ville det ikke være muligt at opbygge et moderne produktionsapparat og sikre fornyelse og innovation. Men banksektoren kan tilsyneladende også destabilisere samfundsøkonomien med store omkostninger for befolkningen og virksomheder til følge. En stabil udvikling i den finansielle sektor må derfor være ønskeligt for alle? Historisk har prisbobler og kriser i det finansielle system vist sig at opstå jævnlige og helt uventet for de fleste. Er denne tendens til opbygning af bobler og spekulation en del af sektoren? Måske det er en naturlig konsekvens af de finansielle agents opportunisme og spekulation. Hvor stor en effekt den finansielle sektor har på den samfundsøkonomiske udvikling, vil jeg undersøge ved at gennemgå en række empiriske studier om emnet herunder. Først vil studierne blive præsenteret og kort gennemgås, hvor de forskellige fokusområder og konklusioner i studierne blive fremhævet. Disse giver et godt grundlag til diskussion af både teorien, men også de effekter og kausaliteten heraf, som finanssektoren har på realøkonomien. Samtidig vil de forskellige metoder anvendt i studierne, blive diskuteret og jeg vil argumentere for, hvilken jeg finder giver de mest troværdige resultater. Disse vil blive sammenholdt med danske data og jeg vil vurdere effekten af den seneste krise på reale faktorer som BNP, investeringer og længden af krisen. Sidst vil teorien blive sammenholdt med empiriske resultater fra studierne og de danske data. På denne baggrund vil relevansen og forklaringsgraden af teorien blive diskuteret.

Anvendte studier

Der er udarbejdet et hav af empiriske studier og forfattet mange bøger over emnet finanssektoren og realøkonomien. Særligt på det seneste, i kølvandet på sub-prime krisen og finanskrisen. Det har derfor været lidt af en opgave at vælge relevante studier ud til denne survey. Rigtig mange af de empiriske rapporter jeg har læst, kan med succes påvise, at effekter fra realøkonomien overføres til banksektoren eller det øvrige finansielle system. Altså at realøkonomiske choks eller politiske ændringer i det samfundsøkonomiske system, kan aflæses i det finansielle system. Interessen for denne afhandling ligger dog i, at undersøge effekterne den anden vej rundt, hvorledes finanssektoren påvirker realøkonomien. Studierne skal desuden bekræfte, at de effekter der er fokus på i denne afhandling, er de mest indflydelsesrige og dermed de korrekte til at belyse problemstillingen. Derudover bidrager studierne med konkrete tal på effekternes størrelse som netto BNP-tabet.

De udvalgte studier kan deles op i tre typer.

- Empiriske studier der forsøger at bestemme den aktuelle krises påvirkning af realøkonomiske faktorer, samt bestemme omkostningerne ved den seneste krise. Her ses mange fremgangsmåder, ligesom de kausale sammenhænge kan diskuteres. Højkonjunktorens påvirkning af økonomien bliver ligeledes undersøgt i visse studier, samt i hvor høj grad denne kan udligne nogle af finanskrisen negative påvirkninger på økonomien.
- Andre studier ser på ligheder mellem mange realøkonomiske kriser med og uden bankkrise og udviklingen i det efterfølgende opsving. Herved forsøges mere generelt at bestemme finanssektorens indflydelse på makroøkonomiske variable.
- Og endelig har jeg valgt litteratur der er skrevet før den nuværende krise for at inddrage synsvinkler på finanssektoren påvirkning af realøkonomien der ikke er farvet af den nuværende krise. Herved gives et billede af, hvorledes finanssektoren tidligere har påvirket den samfundsøkonomiske udvikling og hvordan det var forventet, at den kunne påvirke realøkonomien i fremtiden. Dette er særligt interessant for at se om den nuværende finanskris virkelig ikke var mulig at forudse eller om den tydeligt adskiller sig fra tidligere kriser.

I alt er der valgt ti studier, der er nogenlunde ligeligt fordelt på de tre undersøgelsestyper. Jeg lægger ud med de ældste rapporter der er skrevet før den seneste finanskris.

Bernanke (1983)

Bernanke, Ben S. (juni 1983) Nonmonetary effect of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. The American Economic Review, Vol. 73, No. 3

Ben Bernanke er nuværende chef for den amerikanske centralbank (the Federal Reserve), økonom fra Harvard University, professor ved Princeton University samt undervist på adskillige prestigefyldte universiteter. Han er uddannet under indflydelse af monetaristerne, men som denne artikel viser, har han bevæget sig overmod den ny-keynesianske skole. Bernanke der i 2006 tiltrådte som chef for the federal reserve sagde at han ikke vil lade en krise, i stil med den i 30'erne, overgå amerikanerne igen. Siden er den nuværende finansielle og samfundsøkonomiske krise i USA, på mange områder blevet sammenlignet med krisen i 30'erne.

I denne rapport er, som overskriften antyder, fokus på den amerikanske krise i 30'erne der startede med krakket på Wall Street i 1929. Bernanke finder en overraskende høj kausalitet mellem udviklingen i det finansielle system og makroøkonomien. Han argumenterer for, at banksektoren ikke nødvendigvis kun følger den makroøkonomiske

udvikling, men at finansielle kriser kan opstå uafhængig heraf. I årene 1930-1933 følger udviklingen i makroøkonomien med stor præcision tæt efter udviklingen i banksektoren. Opsvinget efter 1929 bliver slået tilbage, da flere banker begynder at gå konkurs. Krisen toppe i 1933, hvor tilliden til banker er helt i bund og mange debitorer er så hårdt presset økonomisk, at de også må opgive at opfylde deres forpligtigelser overfor bankerne. Først med en simultan indsats for økonomien og banksektoren med planen "New Deal", begyndte økonomien og bankerne at komme på fode igen. Hermed mener Bernanke at der er gode beviser for, at den finansielle sektor havde stor indflydelse på den makroøkonomiske udvikling. Bernanke finder dog ikke, i tråd med andre indflydelsesrige økonomer, at faldet i pengeudbuddet er tilstrækkelig stort til, at forårsage den omfattende og dybe økonomiske krise. Den eksisterende teori var dermed ikke tilstrækkelig til at forklare fænomenet, hvorfor Bernanke vil udvide denne med teorien om informationsomkostninger, idet banksystemet tydeligvis ikke fungerede optimalt. Ineffektiviteten i banksystemet skyldes at begivenhederne 1929-1933 øgede omkostningerne ved at indsamle de nødvendige informationer for at sikre bankens services som långivning. Hermed steg omkostningerne ved kreditgivning drastisk og færre, især husholdninger, bønder og små virksomheder, havde råd til at optage lån. Dette havde en yderligere negativ indvirkning på udbuddet af og efterspørgsel efter lån, hvorfor en regulær kreditklemme udvikledes og medførte en makroøkonomisk depression i første halvdel af 30'erne.

Modellen viser at informationsomkostningerne stiger under bank- og kreditkrisen. Herefter bestemmes linket mellem de højere informationsomkostninger og nedgangen i den makroøkonomiske udvikling ved en VAR-model. Bernanke går ikke på kompromis med antagelsen om den rationelle agent og arbejder altså strengt inden for rammerne af den neoklassiske model, idet denne forsøges udvidet med nye begreber.

Udbudssiden menes ikke at kunne forklare tilstrækkelig det store fald i produktiviteten, selv om krisen mindskede investeringer og dermed produktionskapaciteten og produktionen. Faldene forbrug, som følge af øgede omkostninger ved lån, samt tab af formuer, skal ses som den afgørende årsag til den faldende produktion. Modellem viser at banklukninger, virksomhedskonkurser, pris-choks og pengeudbuds-chok har en signifikant effekt på den samlede produktion. Modellen kan dog kun forklare omkring halvdelen af produktionsnedgangen, men dette menes at skyldes måden, hvorpå banklukningerne blev forvaltet, samt at forventningerne i befolkningen kan have påvirket økonomien i en negativ retning.

BIS (2002)

Chapter VII: The interaction between the financial sector and the real economy, BIZ 72.

Årsrapport (2002) Bank of International Settlements

Bank of International Settlements er en international paraplyorganisation for centralbanker, hvor der arbejdes for internationalt monetært og finansielt samarbejde. BIS's hovedkvarter ligger i Basel, hvor Basel komiteen for banktilsyn har sin base. Heraf bankregulativens tilnavn, Basel I, II og III, der fastsætter regler for basiskapital og risikovurdering. Denne rapport er skrevet i 2002, hvor det finansielle system viste sig modstandsdygtigt mod stød og stabilitet er hovedtema. Meget af det der gik galt i forbindelse med sub-prime krisen i USA og hvorledes finanskrisen har ramt den danske økonomi, forudses i denne rapport!

Stabiliteten i det finansielle system diskuteres og det findes modstandsdygtigt overfor mindre choks, men den forkerte udvikling kan sætte dette over styr. Stabil prisudviklingen i boligmarkedet er afgørende for at begrænse risikoen i det finansielle system. Omfattende prisstigninger og øget gældsætning i ejendomme gør husholdningerne sårbare overfor den økonomiske udvikling. Desuden vil banksektorens udlånsportefølje blive påvirket negativt, hvis den makroøkonomiske udvikling vender mod forventning, idet sikkerheden for deres udlån mister værdi og flere boligejere vil have problemer ved at vedligeholde deres lån. Dette kan være medvirkende til at destabilisere det finansielle system.

En anden udvikling i det finansielle system der har været medvirkende til at ændre karakteren af risiko i systemet er, at banker gennem kapitalmarkederne er begyndt at yde risikofyldte lån til virksomheder og iværksætterprojekter i hele verden. Denne nye mulighed for finansiering kan tillade øget gearing i erhvervslivet og dermed i højere grad overføre risiko til finanssektoren.

Under højkonjunkturer har det finansielle system en tendens til at påtage sig højere risiko og aggressivt konkurrere og markedsfører deres produkter, for at få del i opsvinget. Ekspansionen i højkonjunkturer bliver underbygget af optimismen, som den stærke økonomi medfører. Men denne proces virker også den anden vej rundt, når konjunktureren vender. Liberaliseringen af de finansielle markeder kan både være med til at svække og styrke det finansielle system. Der kræves øget overvågning fra regulatorernes side for at sikre at bankerne overholder kapitalreglerne med videre. Derfor skal fokus hos regulatorer være, hvordan det sikres, at det finansielle system fremmer den hurtigst mulige bæredygtige økonomiske vækst. Samt hvordan det sikres at den finansielle sektor ikke forstærker konjunkturudsving. Mulighederne for at finanssektoren destabiliserer det

finansielle system stiger med liberaliseringen, hvis bankerne ikke udviser tilstrækkelig med markedsdisciplin.

I rapporten nævnes en række fordele ved det nye marked for "asset-backed securities", idet risiko effektivt spredes i det finansielle system. Bl.a. kan de, der arrangerer lån, i højere grad fokusere herpå, mens institutioner der er specialiseret i styring af risici, kan opkøbe lånene i form af derivativer. Desuden tillades en større grad af diversificering hos investorer. Bankerne kan herved sælge "problem-lån" videre og fokusere på de dele af porteføljen der fungerer ligesom det giver en mere stabil finansiering.

Herefter nævner rapporten en række punkter som regulatorer skal være opmærksom på for, at dette marked fortsætter med at påvirke udviklingen i det finansielle system på en bæredygtig facon. Der er mulighed for at disse kreditrisiko-instrumenter bliver samlet på institutioner der er relativt mildt reguleret, hvorfor det kan være svært at overvåge udviklingen i den risiko disse instrumenter udgør. Desuden er kredit-risiko instrumenterne koncentreret på relativt få institutioner, hvilket gør dem sårbare overfor udviklingen i disse komplekse instrumenter. Den indbyrdes afhængighed i det finansielle system er stigende, således at det bliver vanskeligere for en institution at styre sine risici, idet denne er påvirket af risikovilligheden af andre institutioner. De komplekse finansielle instrumenter kan gøre det vanskelig at vurdere den samlede risiko i det finansielle system. Erhvervslivet kan desuden lettere overføre kreditrisiko til det finansielle system, idet instrumenterne tillader en højere opbygning af gearing i erhvervslivet og for de finansielle institutioner.

I bagklogskabens lys må det siges, at disse asset-backed securities hurtig udviklede sig til en fare på grundlag af alle de punkter nævnt ovenfor og var i høj grad med til at destabilisere de amerikanske og internationale finansielle markeder.

Puddu (2011)

Puddu, Stefano (August 2011): Real Sector and Banking System: Real and Feedback Effects. A Non-Linear VAR Approach.

Puddu er professor ved Neuchatel Universitet, Sveits samt lektor ved Executive MBA, HEC Lausanne. I denne rapport undersøges forholdet mellem banksektoren og det makroøkonomiske system, hvor faktorer undersøges for påvirkninger fra det makroøkonomiske system til banksektoren og for feedback effekter fra banksektor til det makroøkonomiske system. Faktorerne i fokus er output-gap, renten, inflationen og et mål for ikkevedligeholdte lån i banksektoren, et form for indeks over kvaliteten i banksektoren.

Resultaterne fra VAR-modeleringen finder, at en forværring af forholdene i banksektoren vil påvirke output-gap'et negativt og renten positivt, mens inflationsraten ikke har nogen signifikant påvirkning. To lande undersøges, Sveits og USA som begge har været hårdt ramt af problemer i den finansielle sektor. Derudover finders der ved regressionen, at der er feedback effekter, hvor choks i banksektoren vil påvirke realøkonomien negativt, som så igen vil påvirke banksektoren negativt.

Når Puddu fortolker resultaterne fra regressionerne nærmere, forsøger han at forklare det ud fra neoklassiske hypoteser og gætter på hvad der driver effekterne som regressionen har påvist. I forklaringerne indrager han mange flere faktorer end der er med i regressionen, men får det meget overbevisende til at passe med hans tre teser for, hvorledes choks kan forplante sig fra en sektor til en anden. Her fås en hurtig beskrivelse af, hvorledes han finder, at neoklassisk teori stemmer overens med undersøgelsen af de fire variable i modellen:

1. "Financial accelerator" eller "cost-of-capital channel": et negativt chok til samfundsproduktionen(BNP) får forbrugernes og virksomhedernes indkomst til at falde. De opfylder ikke længere krav til at optage nye lån, med det reducerede cash-flow, ligesom banken hæver kreditkravene. Hermed vil udlån og investeringer falde og igen påvirke produktionen(BNP) negativt. Tesen kan også tolkes som at bankerne efter det negative chok skal opbygge ny basiskapital efter nedskrivninger, hvorfor udbuddet af lån falder.
2. "Balance-sheet channel": en monetær politisk stramning kan medføre en stigning i udgifterne til lån, samt bankernes omkostninger, hvorved udbud af og efterspørgsel efter lån og dermed investeringer og forbrug påvirkes negativt.
3. Moral Hazard og assymetrisk informations-problemer: under højkonjunkturen øges udlån og låntagere af dårligere kvalitet kan optage lån. Når lavkonjunkturen sætter ind, falder indtægter generelt og bankerne hæver krav til lån og afbetaling, hvorved flere ikke kan vedligeholde deres forpligtigelser.

Puddu finder at resultaterne af regressionerne understøtter ovenstående teser og bruger tesaerne som forklaring på resultaterne af regressionerne i sin fortolkning heraf.

Dataene i undersøgelsen er blevet behandlet og indgår i en model med lags, dummy's, restriktioner og resultater der er stærkt bias, indtil modellen er rettet helt til, så man får de ønskede resultater. Fortolkninger af resultater af denne type undersøgelser kan være mangfoldige, men antageligt er der sammenhænge mellem variablene som undersøgelsen har påvist. Kausaliteten kan dog være vanskelig at bestemme, når undersøgelsen er foretaget på få faktorer taget ud af kontekst, idet mange andre faktorer i den virkelige verden har indflydelse på de påviste effekter.

Danmarks Nationalbank (2011)

Kim Abildgren, (2011) Realøkonomiske konsekvenser af finanskriser. Danmarks Nationalbank, kvartalsoversigt, 3. kvartal 2011, Del 2

Historiske data viser at konjunkturedgange med bankkriser, er dybere og længere og at konjunkturopsvinget efterfølgende er svagere end efter ved konjunkturedgange uden bankkriser. Det kan skyldes, at bankkriser forstærker en konjunkturedgang, men omfanget er vanskeligt at opgøre, da den reale og finansielle del af økonomien påvirker hinanden i et kompliceret samspil. Studier der ser på forskellen mellem den faktiske BNP under en krise og den potentielle BNP har en tendens til at overvurdere produktionstab. Dette skyldes at finansielle kriser traditionelt forekommer under en lavkonjunktur, hvor BNP sandsynligvis ville være lavere end potentielt BNP uanset bankkrise. En række studier på området finder sammenfattende, at akkumuleret produktionstab under en bankkrise ligger mellem 4-20 pct. af BNP. Ved disse undersøgelser er der anvendt forskellige metoder, og ligesom det brede interval antyder, er beregningerne behæftet med stor usikkerhed og skal snarere betragtes som grove skøn. Nationalbanken understreger dog at der ikke kun skal ses på den lavere produktion under krisen, men også på den højere produktion der blev skabt under den forudgående udlånseksansion under højkonjunktoren. Ved at modregne den øgede vækst, foruden det kontrafaktiske forløb, finder nationalbanken et nettoproduktionstab mellem 2,2 og 4,2 pct. af BNP for kriseårene 2007-09. Det kontrafaktiske BNP er det forløb økonomien forventes at have ført uden påvirkningen fra udlånseksansion og finanskriser. Nationalbanken finder desuden de sædvanlige sammenhænge, at en stigning i bankernes nedskrivninger har en negativ effekt på udlån, huspriser og realt BNP. Dette opnås både som resultat af deres VAR-model og ved undersøgelse af historiske data for Danmark. Desuden viser fremskrivningerne fra modellen, at det samlede produktionstab over årene 2009-13 er 12 pct. af BNP, altså et forventet produktionstab på i alt 14-16 pct. af BNP som følge af krisen frem til 2013.

Nationalbanken undersøger desuden muligheden for langsigtede effekter på den økonomiske udvikling som følge af finanskrisen. Fra en empirisk vinkel er der ingen tegn at spore, at finansielle kriser har påvirket økonomiens langsigtede væksttrend. Andre faktorer end finanskriser menes, at have spillet en afgørende rolle for økonomiens vækstrate og indkomstniveau på længere sigt.

Rangvid & Overby (2011) – en diskussion

- *Jesper Rangvid (December 2010): Strengere kapitalkrav i pengeinstitutter: en vurdering af de (samfunds)økonomiske gevinster og tab. Finans/Invest nr. 8, 2010*
- *Lars Jul Overby (Februar 2011) Replik til ovenstående artikel i Finans/Invest nr. 1, 2011*
- *Jesper Rangvid (Februar 2011) Duplik til replik i Finans/Invest nr. 1 2011*

Finans/Invest er et tidsskrift der formidler fakta og analyser om investering, finansiering og kreditformidling, skrevet af ledende danske forskere på området. I disse tre artikler, bragt i Finans/Invest, diskuteres den seneste finanskrisens omkostninger for den danske samfundsøkonomi, samt mulige samfundsøkonomiske tab og gevinster ved øget regulering af den finansielle sektor. Jesper Rangvid er professor i finansiering på Copenhagen Business School mens Lars Jul Overby er senior analytiker ved Regulering og Rating i Nykredit og ekstern lektor for Københavns Universitet.

Rangvid ligger ud med en fortælling om hvorledes en finansiell krise spredes i det økonomiske system. Når aktivpriser (boliger, aktiepriser mv.) falder, bliver befolkningen nervøs, hvilket har en negativ effekt på investeringer og forbrug. Der forbruges mindre af indkomsten fordi værdien af formuer er faldet og der er nervøsitæt for fremtiden. Virksomhederne sænker derfor deres produktion ligesom bankerne mindsker deres udlån pga. usikkerheden og pres på deres reserver. Resultatet er fald i BNP og stigende arbejdsløshed. Hvilke af effekterne der kommer først er vanskeligt at afgøre, men under en krise forstærker effekterne hinanden og problemerne i den finansielle sektor har en multiplikatoreffekt på et sådant forløb. Finansielle kriser er desuden omkostningsfulde som følge af tabet af formuer placeret i aktiver, samtidig med at kriser medfører tab af skatteindtægter og øgede underskud på offentlige budgetter.

For at beregne omkostningerne ved krisen, målt i BNP, laver Rangvid et skøn over det hypotetiske BNP's udvikling, hvis der ikke havde været en krise. Her bruges den historiske udvikling i BNP over ti år før krisen indtraf, altså økonomiens vækstrate uden for kriseperioder. Derefter fratrækkes det reale BNP fra det hypotetiske, hvorved et mål for BNP-tabet som følge af krisen opnås. Ved en vækstrate på 1,75 pct. om året og en tilbagediskonteringsrente på 5 pct. finder Rangvid et akkumuleret tab på 49,3 pct. af BNP i 2. kvartal 2008 eller 216,3 mia. kr. Dette er et foreløbig tab for de første to år af krisen og det samlede tab forventes at blive meget større. For at illustrere, hvor omkostningsfuld krisen kan blive, beregner Rangvid, ud fra hypotetiske vækstniveauer, at krisen over de næste 25 år vil koste samfundet 97,2 pct. af BNP i 2008, før økonomien igen er tilbage på den langsigtede væksttrend. Hvis væksten skulle vise sig at være højere end historisk forventet for en periode, beregnes omkostningerne til 34,1 pct. af BNP. Rangvid mener desuden, at væksten før finanskrisen var højst 1-2 pct. over almindelig og finanssektorens

indflydelse her ses som forsvindende lille i forholdt til omkostningerne af krisen på længere sigt og bliver derfor ikke modregnet. Men den overordnede konklusion er, at kriser er meget omkostningsfulde for samfundet.

Overby understreger at finanskriser har betydelige samfundsøkonomiske omkostninger, som den seneste krise har tydeliggjort. Men langt hovedparten af tiden fungerer den finansielle sektor fortrinligt til gavn for alle. Den finansielle sektor skaber både velfærd og er et potentielt forstyrrende element. Før krisen betragtede en stor del af økonomistanden den finansielle sektor som en residual i økonomiske modeller, men er nu faldet i den anden grøft og ser den finansielle sektor som årsag til alle ulykker (og mellem linjerne hentydes her også til Rangvid). Overby er stærkt uenig med Rangvids metode og resultater, hvor effekten af højkonjunktoren undervurderes og omkostningerne af krisen overvurderes. Dette skyldes bl.a. at Rangvids hypotetiske væksttend extrapoleres med udgangspunkt i 2. kvartal 2008, hvor økonomien var meget tæt på toppen af højkonjunktoren. Tages udgangspunkt i 2004 i stedet, bliver tabet betydeligt lavere og følgende udregning laves for, at vise følsomheden af sådanne beregninger. Overby finder at akkumuleret overvækst under højkonjunktoren forløber sig i ca. 50 mia. kr. Fraregnes dette tabet i BNP, bliver det samlede tab i BNP på "kun" 89 mia. kr. imod Rangvids 216 mia. kr. og forskellen ligger i det ændrede udgangspunkt for den hypotetiske vækstrate fra 2008 til 2004.

Overby mener, at det er svært at kontrollere for, hvor meget af udviklingen i økonomien der kan tilskrives den finansielle sektor, ligesom det er vanskeligt at fastlægge kausalretningen. Dansk økonomi stod overfor en opbremsning, uanset om der var kommet en finanskris eller ej. Men han fastslår samtidig, at bankernes kreditgivning var medvirkende til, at forstærke opturen og dermed også nedturen. Imidlertid medvirker kriserne i økonomien til at der bliver ryddet op, så brodne kar er ryddet af vejen og økonomien igen er gearet til vækst, hvilket er en effekt af finanskrisen, som han mener, er overset.

Som svar på Overbys synspunkt, at finanskrisen muligvis ikke har bidraget synderligt til den dybeste krise den vestlige verden har set siden den store depression i 30'erne, henviser Rangvid til empiriske resultater af kriser med og uden finansielle kriser. Systematiske og omfattende empiriske analyser peger alle på, at finansielle kriser er betydelig dyrere og længerevarende end almindelige lavkonjunkturer. Han henviser til at tilbagetrækningen i økonomien i langt de fleste tilfælde kommer efter den finansielle krise og ikke før, hvorfor kausaliteten er nem at fastlægge.

Österholm (2010)

Pär Österholm (2010): The effect on the Swedish real economy of the financial crisis. National Institute of Economic Research, Stockholm, Sweden.

Österholm er senior økonom ved Sveriges Riksbank og professor ved Uppsala Universitet. Han forsker i monetære faktorerers udvikling ved brug af økonometriske modeller og denne rapport er helt i tråd, med dens brug af Bayesian VAR-model.

I dette studie vurderes den internationale finanskrisens effekt på svensk BNP. Der er en stor forskel i kriseforløbet mellem Danmark og Sverige. Sverige har ikke haft en egentlig bankkrise eller prisboble på boligmarkedet. Landet gennemgik i starten af 90'erne en omfattende bankkrise og har siden haft strengere krav til regulering og realkredit end i Danmark. Svensk økonomi har dog mærket effekterne af den internationale finanskriser pga. den høje grad af mistillid i det finansielle system i kølvandet på begivenhederne i september 2008. Dette påvirkede også interbankrenten på det svenske marked, ligesom der var store fald på aktiemarkedet.

Österholm danner et indeks der afspejler udviklingen i finanssektoren, idet færre variable i modellen vil gøre den simplere og mere robust. Indeks vægter informationen fra forskellige finansielle faktorer, den korte rente, spredningen mellem den korte og den 3-måneders interbankrente, samt afkastet på aktiemarkedet. Modellen vurderer finansielle og realøkonomiske variables gensidige indflydelse på hinanden og finder de forventede sammenhænge.

Österholm bruger desuden sin model til, ved data fra første kvartal 1988 til fjerde kvartal 2007 at fore-caste den økonomiske udvikling fra 2008 og frem. Modellen kan ud fra data ikke forudse krisen, men vurdere at situationen i den finansielle sektor vil stabiliseres og at væksten i BNP vil fortsætte relativt højt. Selv med information om udviklingen i den finansielle sektor, undervurderer modellen effekten på Sveriges BNP, men forudser dog et fald i væksten. Men ligesom modellen undervurderede faldet i BNP, kan det ses, at modellens fremskrivninger for 2011 viser en alt for lav vækst i BNP sammenlignet med den faktiske udvikling der er set for svensk økonomi de det sidste år. Österholm forudså dog også, at regeringen med den rigtige politik, kan dæmme op for virkningerne af finanskrisen.

OECD (2009)

Haug, Ollivaud & Turner (Marts 2009): The Macroeconomic Consequences of Banking Crises in OECD Countries. OECD Economics Department.

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) er en international organisation for at fremme økonomisk samarbejde og markedsøkonomi. Her sammenholdes politiske erfaringer, findes mulige løsninger til økonomiske problemer og der koordineres nationale og internationale økonomiske politikker for medlemslandene.

Denne rapport har fokus på seks forskellige bankkriser og adskiller sig ved at, der gøres brug af OECD's mål for potentielt outputgab⁶². Realøkonomiske kriser med og uden bankkriser, for landene berørt af disse seks kriser, sammenlignes ud fra krisens effekt på det potentielle outputgab. Herved forsøges også at vurdere omkostningerne ved krisen i modsætning til, hvis der ikke havde været en krise. Argumentet herfor er desuden, at kriser på tværs af lande lettere kan sammenlignes når faktoren er opgjort i pct. af outputgab.

Rapporten finder, at kriser med bankkriser er længere og mere omkostningsfuld, end hvad de realøkonomiske lavkonjunkturer uden bankkriser medfører. Dette ses i form af større samlet tab af potentielt BNP, samt på investeringer, arbejdsløshed de offentlige budgetter. Der opstilles tre mulige årsager hertil: bankerne reducerer udlån, enten pga. bankkrak og reorganisering af sektoren. Eller store nedskrivninger kan betyde at bankerne skal genopbygge kapitalbasen før udlån igen kan øges. Andet punkt lyder, at bankkriser ofte medfører større fald i priserne på finansielle aktiver, som aktier og ejerboliger, hvorfor forbrugernes formuer falder. Forbrugerne har derfor en tendens til at mindske forbruget og øge opsparing. Mistilliden til fremtiden, fremtidige indtægtsmuligheder og det finansielle system kan forstærke krisen yderligere. Prisfaldet på aktiver kan ligeledes påvirke virksomhedernes værdi, hvorfor disse kan få vanskeligere ved at opfylde betingelserne for at oprette nye lån og må udskyde investeringer. Sidst nævnes muligheden for gensidig negativ påvirkning mellem realøkonomi og banksektoren således at de to kriser forværrer hinanden.

Rapporten konkluderer, at årsagen til at opsvinget efter krisen er længere om at få fat, er bl.a. at de ovennævnte effekter af bankkriser medfører, at investeringer og nybyggeri/boliginvesteringer falder relativt mere end BNP. Den lavere investeringsrate medfører lavere produktion og højere arbejdsløshed for en længere periode. Og sidst nævnes at "bail-out-costs" i forbindelse med bankkrak er med til at øge underskuddet på de offentlige finanser. Det offentlige er dermed nødsaget til at spare når det værste af finanskrisen er over.

⁶² Det potentielle output beregnes under hensyntagen til begrænset arbejdsstyrke, inflation, mv. idet trendlinjer baseret på simple tidsserie data kan over- eller undervurdere økonomiens aktuelle produktionskapacitet.

Laeven & Valencia (2010)

Laeven & Valencia (2010) Resolution of Banking Crisis: The Good, the Bad, and the Ugly, IMF

Den internationale valutafond IMF er ansvarlig for styring af globale finanssystemer og udlåner penge til lande i svære økonomiske problemer, mod at der indføres finansielle reformer. Organisationen er et globalt, monetært samarbejde til sikring af finansiell stabilitet og international handel. Luc Laeven er divisions chef for IMF's forskningsafdeling og tidligere Seniorøkonom for World Bank. Fabián Valencia arbejder ligeledes for IMF som økonom i deres Macro-financial linkages unit of the IMF's Research Department og de to økonomer har udarbejdet flere populationer sammen siden 2006.

Fokus er på systemiske bankkriser og rapporten indeholder desuden en opdatering af forfatternes tidligere udgivelse fra 2008: Database on Systemic Banking Crises.

Med systemiske bankkriser menes når følgende to forhold er opfyldt:

- Signifikante tegn på finansiell stress i banksystemet i form af bank-runs, signifikante tab i banksystemet samt konkurser blandt banker.
- Signifikante politiske indgreb rettet mod bankerne som følge af store tab i banksystemet.

Bankkrisens første år defineres ligeledes som det år, hvor de to overstående punkter er opfyldt. Politiske indgreb i banksektoren regnes for signifikante når mindst tre af følgende seks forhold er opfyldt:

1. Omfattende likviditets-tilskud, mindst fem pct. af bankernes indlån og tilgodehavende overfor udlandet.
2. Omkostninger til omstruktureringer i forbindelser med bankkrak (mindst tre pct. af BNP).
3. Nationalisering af banker.
4. Omfattende garantier for indskud i banker
5. Køb af bankaktiver i form af aktier mv. (mindst 5 pct. inklusiv likviditetsindskuddene).
6. Banker der indefryser indskud og holder lukket på hverdage.

Ifølge Laeven og Valencia opfylder kriseforløbet i Danmark alle punkter undtagen 2. og 3. angående omstruktureringer og opkøb af finansielle aktiver, og har dermed været ramt af en systemisk bankkrise.

Studiet rapporterer, at der før en bankkrise oftest opleves en stigning i udlån og store ubalancer i den private sektor. Grundet det øgede udlån vil risikoen fra virksomhederne

spredtes til banksektoren. Der findes at omkostningerne, i form af BMP tab, har været større for den seneste krise, end kriser med bankkriser generelt. Årsagen vurderes at være, at banksektorerne er vokset relativt mere end landenes BNP. Derudover har krisen ramt alle høj-indkomst lande samtidig, så eksporten ikke kunne bidrage til at opretholde efterspørgsel. Og slutlig kom krisen og dens omfang som et chok for verdens finansmarkeder der frøs, hvilket har været med til at forstærke usikkerheden og dermed effekten på handel, aktieprisfaldet samt interbankrenten. Laeven og Valencia finder at omkostningerne af en finansiel krise for avancerede økonomier i perioden 1970-2006 er 32,9 pct. For de første to år af den nuværende krise, ligger omkostningerne i gennemsnit på 24,8 pct. af BNP, hvilket kun er det foreløbige tal, idet konjunkturopsvinget endnu ikke har vist sig i de fleste lande. Disse tal er for samlede omkostninger på offentlige budgetter, BNP-tab og bail-out costs.

Reinhart & Rogoff (2009)

Carmen M. Reinhart og Kenneth S. Rogoff (2009): This time is different – eight centuries of financial folly. Princeton University Press.

Reinhart er, af The Economist's skribenter, blevet kåret til nummer to som den økonom med de vigtige ideer i en "post-crisis world". Hun er professor i international økonomi og flittig publiceret i videnskabelige og økonomiske tidsskrifter som the Economist og the Wall Street Journal. Derudover har hun udgivet flere working papers og artikler i samarbejde med Rogoff som er medforfatter til denne bog. Rogoff er professor i økonomi ved Harvard University og tidligere ansat ved både IMF og the Federal Reserve.

Analysen i denne bog er bygget op om omfattende data og er den bedst empirisk funderet undersøgelse jeg er stødt på. De gør brug af simple figurer og tabeller, der viser udvikling og ligheder i de mange undersøgte perioder med forskellige typer af finansielle og monetære kriser. Behovet for denne undersøgelse ligger i, at den eksisterende teori ikke giver information og vejledning i, hvornår kriserne opstår og hvor lang tid de står på. Derfor gennemgås historien for muligvis at ligge inde med nogle erfaringer der kan give ny indsigt i udviklingen af finansielle kriser. Reinhard Og Rogoff påviser, at finansielle kriser ikke er noget nyt, de har været her siden udviklingen af penge og finansielle markeder og er et tilbagevendende problem for fattige såvel som rige lande. Desuden er der overraskende store ligheder mellem kriser henover historien og lande imellem, hvorfor de identificere nogle faktorer der almindeligvis er gældende op til en finansiel krise. En faktor der altid er gældende op til en krise, er kraftig vækst i udlån som ofte medfører en større systemisk risiko end det ser ud til under højkonjunktoren. Stigninger i privat låntagning kan medføre inflation i priser på ejendomme og aktiepriser, der er langt over det, på længere sigt, bæredygtige niveau. Den høje låntagning gør makroøkonomien sårbar

overfor fald i tilliden, især hvis der er tale om kortsigtede lån der konstant skal refinansieres. Som eksempel sammenholdes dot.com krisen i 2001, der var en boble på internet teknologi aktier, med sub-prime krisen. Dot.com krisen havde meget begrænset indflydelse på realøkonomien, mens sub-prime krisen fik omfattende betydning for realøkonomien, idet den høje gældsætning virker som brændstof for en finansiell krise. Bankkriser opstår sjældent isoleret eller starter en recession, men virker som en forstærker. Hvis produktionen stagnerer, kan bankerne opleve problemer og begrænse udlån, som så igen forstærker nedgangen i produktionen.

Angående liberaliseringen af finansmarkederne, findes sammenhæng mellem denne og stabiliteten i den finansielle sektor. Gennem de mange undersøgelser er kriser, er vist at, langt de fleste bankkriser opstår inden for 6 år fra liberaliseringen er trådt i kraft. Der henvises desuden til økonometriske undersøgelser af 50+ lande, hvor der er en signifikant negativ sammenhæng mellem liberaliseringen af finansmarkeder og stabiliteten i den finansielle sektor. Årsagen til, at finansielle kriser er hårdere end kriser uden bankkriser er, at økonomien ikke kan vende tilbage til sin sædvanlige funktion, når bankerne ikke effektivt kan kanalisere opsparinger over i investeringer.

Finanskriser der påvirker boligprisen, findes, i gennemsnit, at medføre et fald på boligpriser på 35,5 pct., og det tager i gennemsnit seks år før boligpriserne igen er tilbage på den langsigtede trend. Ses der på arbejdsløsheden, vil en krise med bankkrise, betyde en stigning i arbejdsløsheden på 7 pct. og vil være tilbage på sit oprindelige niveau efter 4,8 år. For tabet i BNP i forbindelse med bankkriser, ligger det historiske gennemsnit på en nedgang på 9,3 pct., dog lidt lavere for avancerede økonomier, og det tager 1,9 år for BNP at komme sig. Men dette tal undervurderer muligvis krisens længde, idet der måles i absolutte tal og ikke outputgabs.

Bogens titel "This time is Different" hentyder til et "syndrom" der rammer alle parter involveret, fra den menige mand og bankdirektøren til politikerne og regulative instanser. Dette skyldes at tidligere kriser ligger langt tilbage og det menes at kreditorer, investorer og regulatorerne har lært af tidligere fejl. Med den bedre informerede økonomiske politik og moderne bankvirksomhed vil så omfattende fejl og konkurser ikke forekomme. For denne her gang gør vi det rigtig og bedre og det finansielle system er stærkt og styret af kompetente personer. Under den seneste højkonjunktur lød det bl.a. at opturen bygger på et sikkert fundament af strukturelle reformer i global regi, med større effektivitet på de finansielle markeder. Det teknologiske fremskridt og den bedre forståelse for det finansielle og monetære system, vil sikre os mod krise og kollaps i det finansielle system.

Reinhart og Rogoff mener, at et varslingsystem under en international institution, der ved hjælp af tidligere og aktuelle data, kan overvåge den økonomiske udvikling og dæmme op

for visse typer af finansielle kriser. Mange økonomier har "uddannet" sig fra flerårige økonomisk ustabilitet og statsbankerotter, til modne og stabile økonomier, så hvorfor ikke indarbejde nye stabiliserende foranstaltninger, men for det finansielle system.

Østrup (2011) – Realkredit

Finn Østrup(2011); Problemer i dansk realkredit. Finans/Invest nr. 1, februar 2011

Finn Østrup er professor for kredit og kapitalmarkedsret ved Copenhagen Business School og forfatter til en lang række udgivelser, bl.a. bøgerne Det finansielle system og Finansielle kriser. Som leder til denne udgave af Finans/Invest, hvor artiklen er trykt, underbygger Anders Grosen og Johannes Raaballe de konklusioner Finn Østrup når frem til. Fokus i denne artikel er udviklingen i dansk realkredit.

Balanceprincippet har været en grundpille i realkrediten i over 200 år, hvor lån med lang løbetid har været ydet med sikkerhed i fast ejendom, gennem udstedelse af obligationer med samme løbetid, renter og afbetalingsplan. Dette har sikret realkrediten mod genfinansieringsrisikoen⁶³ som er kendt fra banksektoren. Dog kan realkreditinstitutioner stadig blive ramt af kreditrisiko, altså når låntager ikke betaler ydelserne. Men ved store realkredittab vil kreditrisikoen blive aflejret i obligationskursen på markedet. Hermed har der været overensstemmelse mellem udlån og obligationer, samtidig med at realkreditvirksomhed har været adskilt fra banksektoren, som beskrevet tidligere. Liberaliseringen af realkreditmarkedet har gjort op med balanceprincippet, hvor ind- og udgående betalinger skal svare til hinanden. SDO-lånene med uendelig løbetid, samt rentetilpasningslån, der udgør 69 pct. af udstående lån, har gjort realkreditsystemet sårbar overfor genfinansieringsrisikoen. Tillægslån, altså lån i friværdien, øger usikkerheden, idet de ikke gives i forbindelse med salg, men ud fra et skøn af værdien. Og lånets andel af ejendomsværdien kommer desuden til at ligge på et højere niveau. Der er blevet opbygget en model for realkredit der er sårbar overfor rentestigninger og boligprisfald, hvor en rentestigning kan føre til store tab i realkreditinstitutionerne når de etårige lån skal genfinansieres. Risikoen kommer i form af låntagere der muligvis ikke kan løfte de ekstra omkostninger som en højere rente giver. Samt at realkreditinstitutionerne har langvarige udlån, baseret på kortsigtet kredit fra ikke-faste kunder, hovedsageligt bankerne.

Pengeinstitutionerne har siden 2000 aftage en stadig større del af realkreditpapirerne, særligt de korte som udstedes til dækning af rentetilpasningslånene. Hermed er

⁶³Når der er mismatch mellem løbetiden på ind- og udlån, ofte i form af lange udlån der dækkes af korte indlån, hvilket gør banken følsom overfor ændringer i markedet når udlånene skal genfinansieres i tilfælde af indlånsunderskud.

realkreditfinansieringen sårbar overfor ændringer der påvirker pengeinstitutterne. For eksempel et stop i den internationale finansiering, som pengeinstitutterne er afhængige af, pga. indlånsunderskuddet. Rentetilpasningslånene og tillægslånene har været medvirkende til at opbygge det store finansieringsbehov i danske pengeinstitutter, hvilket bidrog til finanskrisen. Østrup finder en tæt sammenhæng mellem bankernes opkøb af korte obligationer og pengeinstitutternes gæld til udlandet. Han mener, det var statens intervention med Bankpakke I og ændrede regler for pensionselskaberne, der sikrede fortsat finansiering af indlånsunderskuddet og fortsat opkøb af obligationer.

Realkreditfinansiering og bankfinansiering er dermed ikke længere to adskilte systemer, hvilket øger sårbarheden i det finansielle system. Her kan nævnes at flere økonomer så store problemer forude, hvis prisfaldene på boliger under finanskrisen blev fuldt op af stigende renter, hvilket kunne forekomme hvis fastkurspolitikken overfor euroen skulle forsvares. Hermed ville renteudgifterne stige kraftig for over halvdelen af boligejere og kunne sætte det danske realkreditsystem og i sidste ende dansk økonomi under yderligere pres.

Østrup mener, og fremlægger en række andre rapporter der understøtter synspunktet, at liberaliseringen af realkreditte har været en vigtig faktor bag boligprisboblen frem til 2007, som igen har været hovedårsag bag de store tab i pengeinstitutterne under finanskrisen. En lettere adgang til boligfinansiering har betydelig indflydelse på prisen på boliger, hvilket ses i internationale undersøgelser og historik har været tilfældet i Danmark. Enden på boligprisboblen kom med stigningen i den korte rente i 2005 og udløste et prisfald på boliger fra 2007 og frem til 2009. Det er dermed ingen tvivl og at udviklingen i realkreditte har reduceret den finansielle stabilitet ved opbygningen af boligprisboblen og et stort udenlandsk finansieret indlånsunderskud i pengeinstitutterne. Virkningen på realøkonomien kommer af større udsving i boligpriserne og udsving i ydelserne på lån, hvilket påvirker husejernes forbrugsmuligheder og fremtidsforventninger. Desuden argumenterer Østrup for, at udviklingen på boligmarkedet har betydning for arbejdsudbuddet. De store prisstigninger på boliger øger friværdien og har muliggjort en tidligere tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet. De større prisudsving på boliger reducerer desuden arbejdsmobiliteten pga. perioder med træghed, hvor handlen går langsomt, ligesom negativ friværdi hindrer et salg af boligen.

Diskussion af studierne resultater

Jeg vil herunder diskutere de effekter, som de empiriske studier har fundet, at den finansielle sektor har på realøkonomien. Som gennemgangen ovenfor viser, er der mange forskellige syn på alt fra omkostningernes størrelse til de kausale sammenhænge. Ligesom undersøgelserne er funderet på forskellige teoriretninger og meget forskellige metodiske tilgange. Diskussionen herunder vil desuden blive fulgt op af danske data og jeg vil argumentere for min egen vurdering af de pågældende effekter.

BNP-tabet i Danmark

BNP måler værdien af produktionen i samfundet og kan ses som et mål for værditilvæksten i den pågældende periode. Det er dermed et meget direkte mål for omkostningerne ved konjunkturudsving. BNP opgøres i næsten alle verdens lande efter standardiserede opgørelsesmetoder, der er opstillet af OECD, hvilket er blevet opgjort over rigtig mange år. Derfor er det velegnet til at studere den makroøkonomiske udvikling og hvorledes begivenheder påvirker produktionen, også på tværs af lande. Den finansielle sektor udgør en lille del af den samlede økonomi og kun omkring tre pct. af den samlede arbejdsstyrke er ansat heri. Derfor har den finansielle sektor ikke en stor direkte effekt på produktionen i samfundet. Men i kraft af størrelsen af aktiver kontrolleret i det finansielle system har finanssektoren indirekte indflydelse på den makroøkonomiske udvikling.

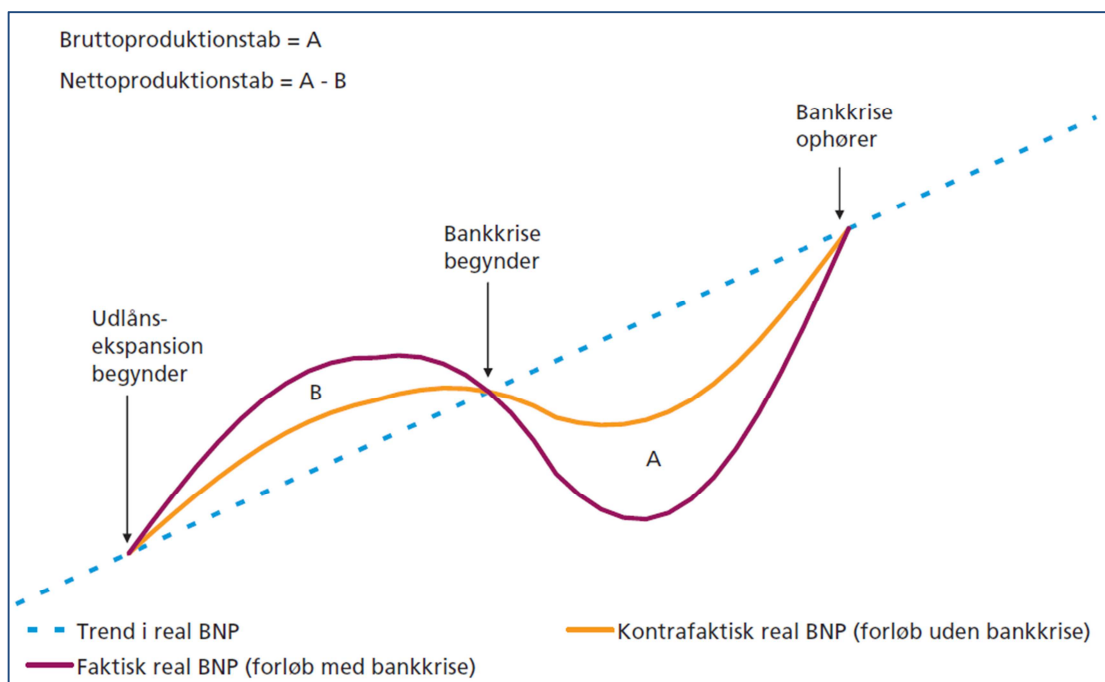
Til beregning af omkostninger af bankkriser, i form af BNP-tab, findes der ligeså mange opgørelsesmetoder som studier. En del af studierne bruger en simpel metode til at opgøre bruttoproduktionstab, hvor der ses på faldet i BNP under krisen. Her kan ses på det simple tal af, hvor mange pct. BNP er faldet med, fra det år hvor krisen startede, til når BNP er lavest, altså når konjunktoren når lavpunktet. Dette er metoden anvendt for BNP-tab i Reinhart og Rogoff's studie af mange finanskriser på tværs af mange lande. For at beregne det akkumulerede BNP-tab gennem krisens forløb, sammenholdes udviklingen i det faktiske BNP, med udviklingen i det hypotetiske BNP. Her beregnes det hypotetiske BNP også meget forskelligt, men generelt forsøges at bestemme, hvorledes BNP ville have udviklet sig, hvis der ikke havde været en krise. Dette kan gøres ud fra den historiske væksttrend eller ved fremskrivninger af økonometriske modeller fra før krisen ramte. Denne metode til at bestemme akkumuleret BNP tab, ses ved Rangvid og Laeven og Lavencia.

Disse fremgangsmåder til at bestemme brutto-tabet har en tendens til at overvurdere tabet ved finansielle kriser af to grunde. Først medregnes det ikke at bank- og finanskriser forekommer i perioder, hvor den makroøkonomiske udvikling i forvejen er på vej mod lavkonjunktur i den økonomiske konjunkturcykel. Hermed ville vi havde set en opbremsning i økonomien og et fald i væksten i BNP, uanset om der havde været en

finanskrise eller ej. For det andet modregner denne metode ikke den højere produktion der blev skabt under den forudgående højkonjunktur, som har langt kimen til krisen. Ses der på figur 8 på næste side, så opgøres bruttotabet som området A, mellem den røde kurve og den blå trendlinje.

For at beregne nettoproduktionstab, skal den overnormale produktion, der blev skabt under højkonjunktoren, fratrækkes produktionstab under krisen. Her bruges igen en trendlinje for udviklingen i BNP. Herudfra kan overproduktionen op til krisen, samt tabet under krisen, i forholdt til den stabile trendudvikling i BNP, beregnes. Dette er hvad Overby gør i hans beregninger af det akkumulerede BNP-tab. Ses der igen på figur 8 herunder vil tabet i BNP være lig areal A fratrækket areal B som er arealerne mellem den røde kurve og den blå linje.

Figur 8: Brutto- og nettoproduktionstab ved en bankkrise⁶⁴



Nationalbanken og OECD's beregninger af BNP-tabet er igen beregnet anderledes, og OECD's metode vil blive diskuteret lidt senere. I stedet for at bruge en simpel trend som udvikling i det hypotetiske BNP, bruger nationalbanken et såkaldt kontrafaktisk BNP, der er det forventede konjunkturforløb uden bankkrise. Det kontrafaktiske BNP beregnes på baggrund af "normale" konjunkturforløb, uden bankkriser. Dermed er tallene for nationalbankens vurdering af finanskrisen påvirkning af BNP lig med arealet mellem den gule og røde kurve. Men det antages dermed også, at det var finanskrisen alene der var skyld i, at den seneste krise har været dybere end normalt. De tal, for nationalbankens

⁶⁴ Abildgren, Kim, m.f. (2011) figur 4.2 side 16

beregninger i tabel 2 på næste side, er derfor mål for finanssektorens påvirkning af BNP-udviklingen og ikke for krisen i sin helhed, som de fleste øvrige studier. De røde tal i anden kolonne er for at vise, at nationalbankens beregning af konjunkturedgangen stemmer med de øvrige studiers.

Tabel 2: Produktionstab under konjunkturedgange med og uden bankkriser⁶⁵

Studie:	BNP-tab i pct.		Akkumuleret BNP-tab i pct.	
	Alm. krise	Bankkrise	Alm. krise	Bankkrise
OECD (BNP outputgab)	3,33	5,43	5,91	20,98
Overby (DK) 2008-2010		6,2		5,16
Rangvid (DK) 2008-2010		6,9		12,56
Laeven og Lavencia (første 3 år)				8,4 (6,32) ⁶⁶
Nationalbanken (DK) 2008-2001	3,7	2,8 (6,5)		2,2-4,2
Reinhart og Rogoff		9,3 ⁶⁷		

For OECD's studie, hvor der regnes i outputgab, er det afvigelsen fra potentielt BNP, altså det niveau i økonomien der vurderes til at være det bæredygtige niveau. Hermed modregnes den ekstra høje produktion før krisen ikke, hvor outputgabet ofte er positivt. Outputgabet var ca. +3 pct. i forhold til potentielt BNP i 2007 og -4 pct. i 2009 for Danmark. Outputgabet kan dermed ses som et netto tab af krisen, dog uden at overproduktionen før krisen bliver modregnet, men den tæller heller ikke med i tabet af BNP. Ses der på differencen mellem kriserne med og uden bankkriser i OECD's studie, fås et BNP outputgab tab på 2,1 pct. point højere for lavkonjunkturer med bankkriser. Dette tal står godt til mål med nationalbankens vurdering af effekten af finanskrisen, som de har isoleret til 2,8 pct. for den nuværende finanskris. For det akkumulerede BNP-tab er differencen 15,07 pct., hvilket kommer af at lavkonjunkturer med bankkriser, foruden at være dybere, også er længere. Forløbet er længere både før krisen toppe, men især før økonomien igen har lukket hullet op til det potentielle output. At dette tal er så meget højere end nationalbankens skøn skyldes især, at nationalbankens opgørelse kun er for de to første år af krisen. Kim Abildgren, forfatter til nationalbankens studiet vurderer selv, at det akkumulerede BNP-tab for perioden 2009-2013 bliver på ca. 12 pct.. Hermed kommer det samlede tab for krisen op på samme niveau som for OECD's gennemsnitsberegninger for finansielle kriser.

For kort at opsummere resultaterne ovenfor vil jeg mene at Rangvid's samt Laeven og Lavencia, klart overvurderer produktionstabt som følge af finanskriser. Jeg finder

⁶⁵ Resultaterne for Rangvid, Overby, Laeven og Lavencia er blevet omregnet fra pct. af kvartalsvis BNP til pct. af årligt BNP

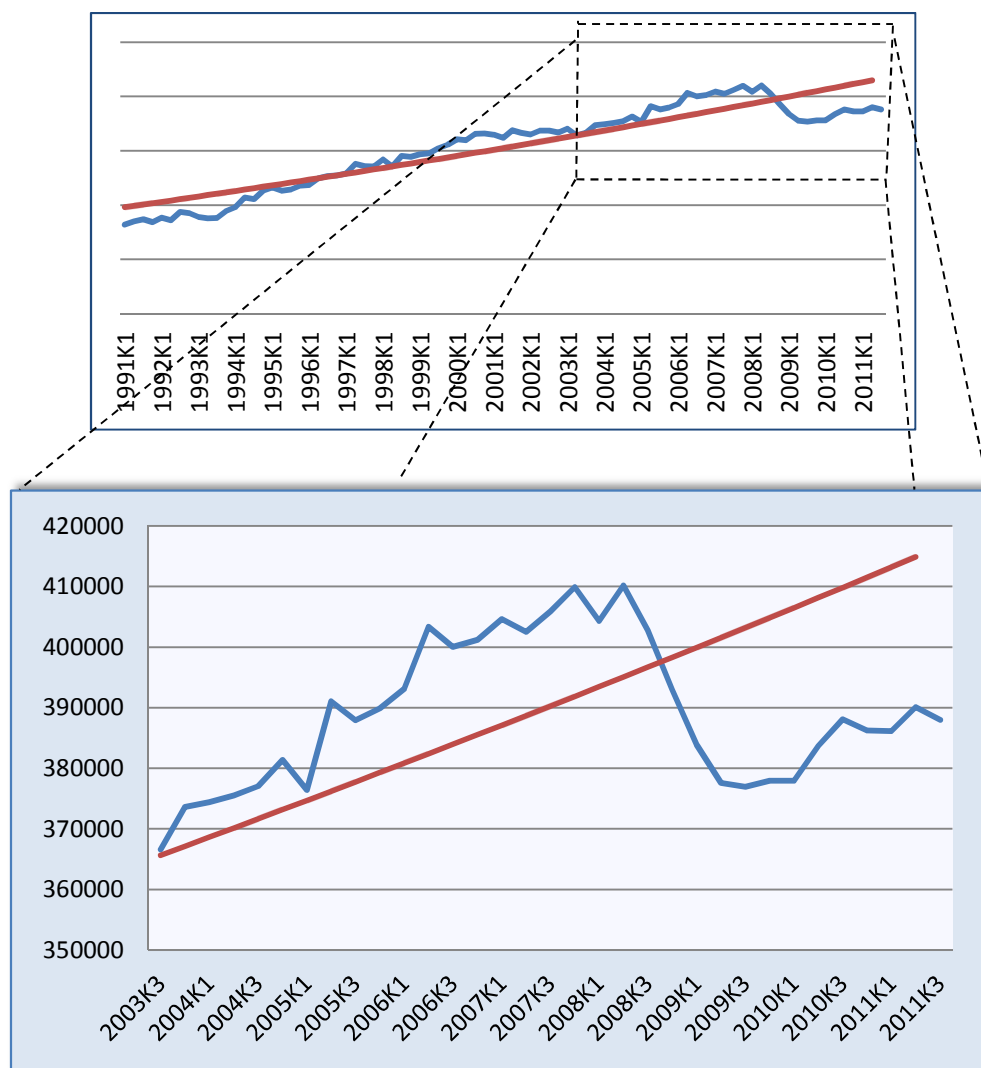
⁶⁶ For de første to år af den nuværende finanskris

⁶⁷ Dette tal er inkl. udviklingslande, tabet er gennemsnitlig lidt mindre for avancerede økonomier.

nationalbankens og OECD's metoder til at vurdere finanssektorens effekt på produktionen som de mest troværdige. Idet der ses på de ekstraordinære omkostninger i forbindelse med bankkriser. Det kan dog stadig argumenteres for at dette mål også overvurdere omkostningerne en smule, eftersom det antages, at finanskrisen alene var skyld i, at den seneste konjunkturedgang var dybere end sædvanlig. Der kan være andre faktorer i økonomien der har medvirket til, at den seneste krise blev dybere end sædvanlig.

På figur 9 herunder ses udviklingen i det kvartalsvise BNP for Danmark det sidste årti. Den røde trendlinje er et gennemsnit af BNP-væksten de sidste 20 år før krisen, med udgangspunkt i 2. kvartal 2003, 5 år før finanskrisen ramte Danmark.

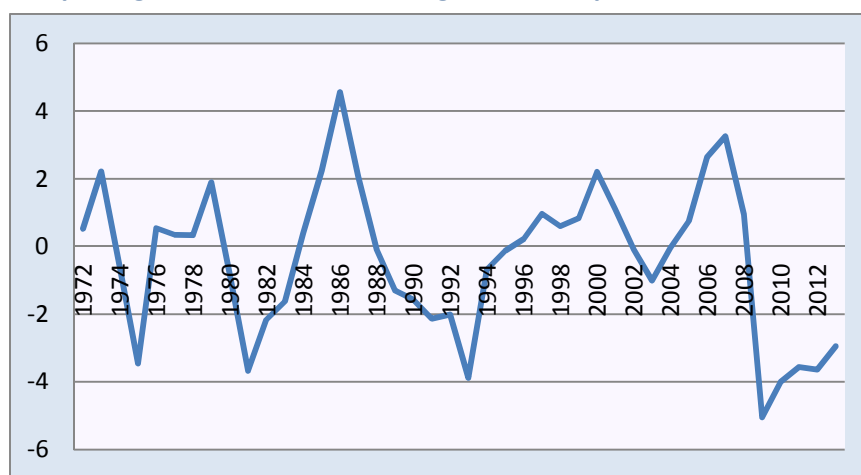
Figur 9: Produktionsudviklingens afvigelse fra trend



Der er rigtig mange muligheder for at tilpasse en sådan fremstilling foroven efter egne ønsker. Udgangspunktet for trenden har stor betydning for størrelsen af både højkonjunktoren og lavkonjunktoren. Perioden, hvorover trendvæksten beregnes, kan

ligeledes have indflydelse på resultaterne, idet der i 1945-73 er meget høj vækst mens der for 1973-93 er noget lavere vækst. Jeg mener derfor, at en beregning ud fra den overstående simple fremgangsmåde, ikke vil bidrage med yderligere interessant information. Til en beregning ud fra det reale BNP er nationalbankens metode, hvor det kontrafaktiske BNP-udvikling, udregnet på baggrund af deres konjunkturcykliske komponent, er at foretrække. Jeg vil derfor se på udviklingen i outputgabet for Danmark, altså en udregning i stil med den OECD brugte i deres studie. Hverken danske institutioner eller ECB beregner outputgabet, hvorfor jeg bruger OECD's beregninger for det danske outputgab. Outputgabet er afvigelsen fra det potentielle output målt i pct. af det potentielle output.

Figur 10: Outputbag: Det faktiske BNP's afvigelse fra det potentielle BNP⁶⁸



Tabel 3: Dansk outputgab i årene 2003-11, samt fremskrivninger for årene 2012-13

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
-1,01	-0,05	0,75	2,64	3,26	0,95	-5,04	-4,00	-3,56	-3,63	-2,95

Det akkumulerede outputgab for højkonjunkturerne, hvis vi regner fra 2005, hvor udlån og huspriser for alvor tog fart og til og med 2008, ligger på 7,6 pct. For de første to år af lavkonjunkturerne er outputgabet på -9 pct. og medregnes deres fremskrivninger af den økonomiske udvikling frem til 2013, forventes et outputgab på -19,2 pct.

For at sammenholde ovenstående resultat med lavkonjunkturer uden finanskriser, kan lavkonjunkturerne 1975 og 2003 bruges. Lavkonjunkturerne i 1981 samt den 7 år lange konjunkturedgang 1993, var begge karakteriseret af bank- og valutakriser. Lavkonjunkturerne i 2003 var dog så mild, og næsten uden realøkonomiske effekter, at jeg udelukkende vil sammenholde det seneste konjunkturudsving med 1975, selvom det er et spinkelt grundlag.

⁶⁸ OECD Statistics. www.stats.oecd.org

Tabel 4: Dansk outputgab i årene 1972-77

1972	1973	1974	1975	1976	1977
0,52	2,22	-0,61	-3,46	0,54	0,35

Højkonjunktoren før krisen giver et akkumuleret BNP-gevinst på 2,72 pct. af potentiel BNP, mens lavkonjunktoren resulterede i et BNP-tab på 4,07 pct. Sammenholdes dette med resultaterne for den seneste konjunkturcykel giver det, at den seneste højkonjunktur var $7,6 - 2,72 = 4,88$ pct. og for lavkonjunktoren de første to år $9,04 - 4,07 = 5$ pct.. Ifølge denne beregning har finanskrisen netto ikke haft særlige omkostninger i form af produktionstab. Men set i lyset af, at denne lavkonjunktur, ligesom højkonjunktoren forinden, er betydelig længere end den gennemsnitlige konjunkturcykel, kan det konkluderes, at den seneste finanskrisen vil netto have en negativ indflydelse på produktionen i Danmark. Mit bud for akkumulerede netto omkostninger ligger, ud fra ovenstående resultater og egne forventninger til længden af krisen, på 7-14 pct. af BNP som følge af udviklingen i finanssektoren. Dette høje tal kommer særligt af, at bankkriser forlænger lavkonjunktoren betydeligt, hvorfor en stor del af tabet i krisens fjerde og femte og sjette år kan tilskrives bankkrisens indflydelse på konjunkturudviklingen.

Effekten på investeringer, huspriser og gældsætning

Indflydelsen fra udviklingen i banksektoren på investering og gældsætningen er uden tvivl stor, men det er også nogle af de områder, hvor der kan være tvivl om kausaliteten af effekterne. For udviklingen i huspriser har alle empiriske studier, jeg er stødt på og som har behandlet dette emne fundet, at udviklingen i finanssektoren er, sammen med udviklingen i renten og tilliden til fremtiden, de største determinanter for udviklingen i huspriser. Investeringer, huspriser og gældsætningen kan kategoriseres som finansielle poster, men de har en stor effekt på forbruget og dermed udviklingen i realøkonomien.

Huspriser og gældsætning

Forbruget i samfundet kan, som beskrevet, ses som en funktion af forbrugernes indtægter, formuer, og tillid til fremtiden. I den sammenhæng har huspriserne en central rolle, idet prisen på fast ejendom afspejles af netop indkomsterne og forventningerne til både fremtidige indkomster og den fremtidige udvikling i huspriser. Samtidig spiller huspriserne en stor rolle for befolkningens formuer og de nye låneformer har muliggjort brug af denne boligformue.

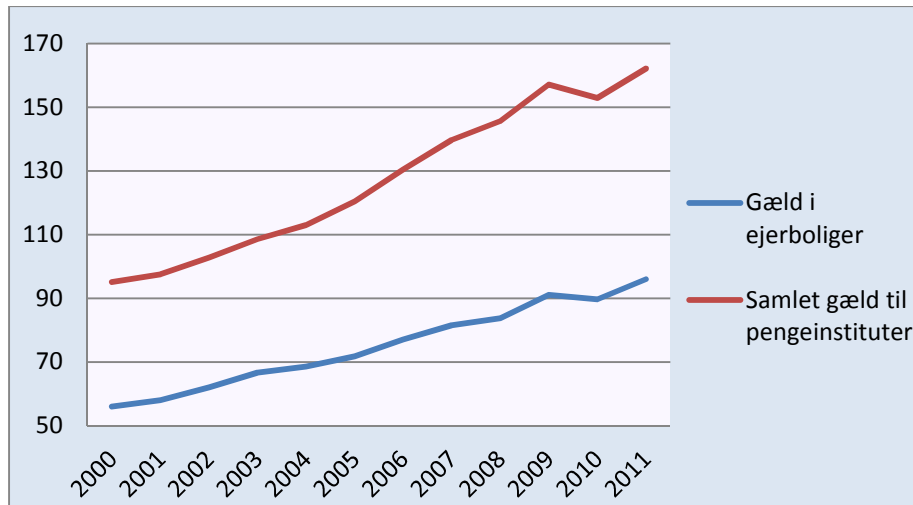
Liberaliseringen medførte nye og billigere låneformer, ligesom det har været en periode præget af optimisme og tillid til den økonomiske udvikling. Dette fik huspriserne til at stige med 50 pct. over kun 3 år og samtidig udnyttede husejerne de nye lånemuligheder som realkreditinstitutionerne og bankerne tilbød. BIS's studie finder, på linje med

nationalbankens undersøgelse, at stigninger i huspriser er blevet fulgt op af signifikante stigninger i husholdningernes gæld. Det findes at dette ikke har nogen direkte indflydelse på stabiliteten i finanssektoren, men vil få betydning for både husstandenes og banksystemet modstandskraft i tilfælde af en opbremsning i økonomien.

Reinhart og Rogoff finder for samtlige bankkriser, at udlånseksansion leder til prisinflation på aktiver, som aktier og ejerboliger, der igen øger låntagningen i ejerboliger. Der er altså en stærk sammenhæng mellem udviklingen i boligpriser og gældsætning. Dette kommer nok nærmere af, at begge effekter opstår under højkonjunkturer præget af optimisme og tillid. Dette skaber en tendens til øget gældsætning og stigende priser på fast ejendom, idet befolkningen kan betale en højere pris. Desuden er boligmarkedet, i stil med aktiemarkedet, præget af spekulative tendenser. Jeg mener dermed ikke, at prisstigninger på boliger medfører øget gældsætning, eller omvendt. Her er udviklingen i finanssektoren sandsynligvis den tredje faktor, der påvirker både boligpriser og gældsætningen simultant.

I figur 11 herunder ses udviklingen i husholdningernes gæld og boligejernes realkreditlån som pct. af bruttofaktorindkomsten. Sammenholdes det med udviklingen i huspriser, er gældsætningen i ejerboliger øget relativt mere end prisstigningerne, hvormed gældsprocenten i ejerboliger er steget. Bruttofaktorindkomsten er et mål for indkomsten i samfundet og er BNP fratrukket produktskatter og produktionsskatter. Grafen giver hermed et godt indtryk af, hvorledes husholdningernes gældsætning har udviklet sig i forhold til indkomsten i samfundet. På trods af produktionsstigningen under højkonjunkturen, er husholdningernes gældsætning vokset hurtigere end indkomsten. Fra 2005-2008 er værdien af realkreditudlån steget næsten 80 pct. mere end indtjeningen i samfundet. Dette har naturligvis medvirket til at øge forbruget i samfundet og investeringerne i ejerboligerne, som igen har været medvirkende til stigningen i produktionen. At gældsætningen er steget så meget mere end indkomsten i samfundet tyder på, at højkonjunkturen i 2005-2008 i høj grad var gældsrevet.

Figur 11: Realkreditlån givet til ejerboliger og fritidshuse samt husholdningernes samlede gæld til pengeinstitutterne, som pct. af bruttofaktorindkomsten⁶⁹.



Den høje grad af gæld, i forhold til indkomst, kan lægge en dæmper på det forventede forbruget i fremtiden, idet der er store omkostninger forbundet med gæld. Desuden må forventningerne til fremtidige indtægter antages at være faldet, som følge af krisen. Hermed kan boligejere og den øvrige befolkning ikke optage lån i samme grad, som under højkonjunktoren, hvor fremtidsudsigterne var bedre mht. indkomst og beskæftigelse. Desuden er prisen på boliger faldet siden 2007, ligesom forventningerne til fremtidige prisstigninger er faldet, hvorfor der kan optages mindre lån i ejerboligerne. På trods af krisen ses der på grafen, at gælden igen er stigende i forholdt til udviklingen i indkomst. Dette kan skyldes det relativt store fald i bruttofaktorindkomst som følge af lavkonjunktoren, hvormed gælden i forholdt til indkomst stiger uden at gælden stiger.

Investeringer

Investeringer er vigtige for samfundet, både ud fra et forbrug- og vækstperspektiv og i særdeleshed investeringer i nye bygninger, ny infrastruktur og ny maskineri har betydning. Dermed har investeringer både en indflydelse på den aktuelle produktion og indkomst, men også på produktionskapaciteten og produktiviteten i fremtiden. Ses der på den simple produktionsfunktion $BNP = Y = G + C + I$. Denne siger at indkomsten, der er lig værdien af produktionen, afhænger af det offentlige forbrug, privat forbrug og investeringerne. Her er investeringerne den faktor der er mest følsom overfor udviklingen i den finansielle sektor. Både i opgangstider, hvor investeringer som beskrevet stiger pga. de gunstige fremtidsudsigter og lavere kreditkrav fra pengeinstitutterne. Men en finansiell krise vil også have stor indflydelse på investeringerne.

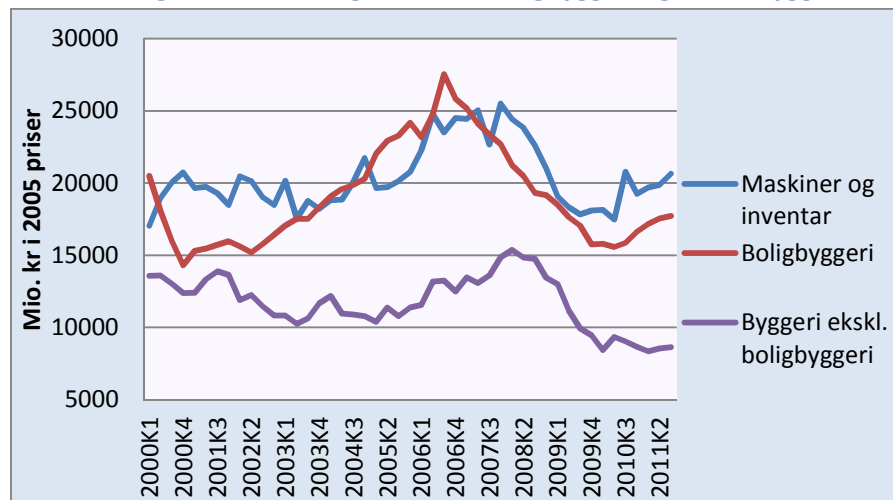
⁶⁹ Statistikbanken. Tabel DNEJER, DNSEKT3 og NATK01

I Keynes hovedværk, General Theory, jf. figur 7, bestemmes det desuden, at indkomsten, der igen bestemmer produktion, afhænger af ændringen i investeringer gange en multiplier: $\Delta Y = \Delta I \cdot k$. Ændringer i investeringer har derfor stor indflydelse på indkomst, produktion og forbrug de følgende perioder. Multiplier-effekten betyder, at ændringen i produktionen vil være større end ændringen i investeringerne. Dette kommer af, at de øgede indtægter, som investeringerne skaber i en periode, vil føre til øget forbrug og dermed øge produktionen yderligere, de næste perioder.

Under en finansiell krise betyder de strengere kreditkrav og højere omkostninger ved optagelse af lån, at færre investeringsprojekter bliver iværksat. Desuden betyder den lavere efterspørgsel under en lavkonjunktur at investeringer udskydes til bedre tider. Her har finansielle kriser en yderligere negativ effekt, da lavkonjunkturer med finanskriser, ifølge de empiriske undersøgelser, er længere og dybere end almindelige lavkonjunkturer. Ifølge teorien er udviklingen i investeringerne derfor afgørende for dybden af lavkonjunkturer samt for opsvinget efterfølgende.

I figur 12 herunder ses udviklingen i investeringer inden for byggeri og maskiner og inventar, som er de investeringsgrupper der har indflydelse på produktionen på både kort og lang sigt.

Figur 12: Investeringer i maskiner og inventar, boligbyggeri og andet byggeri⁷⁰.



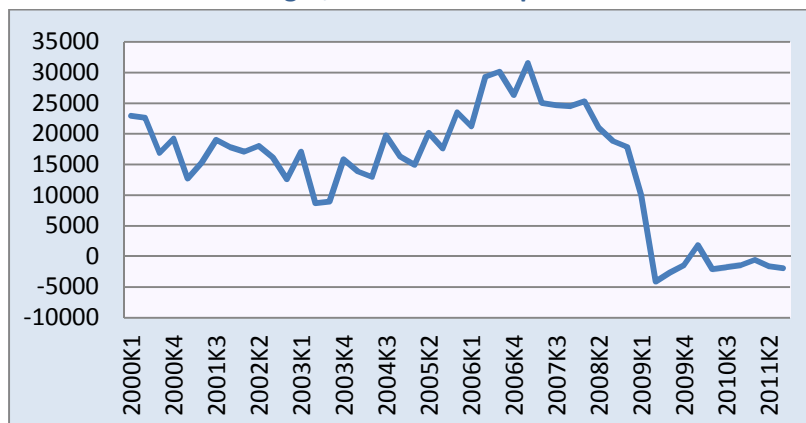
Af figur 12 fremgår det, at der igen fra midten af 2010 investeres i maskiner og bygninger, men dette er bruttoinvesteringer og kan dermed blot betyde at produktionsapparatet vedligeholdes. Ses der på nettoinvesteringerne i figur 13 herunder, så er der fortsat ingen tegn på en stigning i investeringerne.

⁷⁰ Statistikbanken, tabel NATK04

OECD's rapport finder store faldt i investeringer under bankkriser, både fra boligejer og virksomheder. Faldet i investeringer er også betydeligt større end faldet i BNP og rammer erhvervsinvesteringerne hårdest. Under en bankkrise er faldet i investeringerne i boliger næsten dobbelt så stort som under en almindelig lavkonjunktur. Men for erhvervsinvesteringer ses et fald der er lidt over tre gange så stort som under almindelige lavkonjunkturer. Under opsvinget, efter bunden er nået på lavkonjunkturer, er stigningen i erhvervsinvesteringer kraftigere end for almindelige lavkonjunkturer. Disse vurderes at bidrage betydeligt til opsvinget, idet forbruget ofte fortsat svigter over en længere periode efter at konjunkturerne er vendt. Dette ses også i, at boligejernes investeringer fortsat er lave over en længere periode efter konjunkturerne er begyndt at vende.

Österholm, Puddu og Bernanke, der alle gør brug af VAR modelleringer for, at bestemme finanssektoren effekt på realøkonomien, finder, at der er en signifikant effekt på investeringer som følge af udviklingen i finanssektoren. Det gælder både under høj- og lavkonjunkturer. Finanssektorens øgede kreditgivning og risikovillighed under højkonjunkturer, har gennem investeringerne drevet en del af opsvinget, udover långivningens positive effekt på privatforbruget.

Figur 13: Samlede nettoinvesteringer, mio. kr. i 2005-priser



Nettoinvestering er de investeringer der forøger produktionsapparatet. Der bliver foretaget en nettoinvestering, når virksomheder investerer i ny realkapital, ud over de løbende investeringer der vedligeholder og erstatter eksisterende realkapital. Som det ses i figur 13 herover, var der en høj grad af nettoinvesteringer under højkonjunkturer, mens værdien af Danmarks produktionsapparat er blevet mindre de seneste to år.

I Bernankes studie af den store depression ses kreditklemmen, sammen med den faldende efterspørgsel, som hovedårsag til det store fald i investeringer. Men ifølge erhvervsministeriets undersøgelse, har der ikke været en reel kreditklemme, på trods af faldene udlån. Enkelte selvstændige og mindre håndværkervirksomheder har oplevet at få afslag på lån, hvorfor en stor del i faldet i udlån til erhvervslivet, må forventes at være

efterspørgselsdrævet. Nationalbanken har på baggrund af deres datamateriale nået frem til samme konklusion som erhvervsministeriet.

Investeringer har også en effekt på produktionen i samfundet på længere sigt. Ses der på produktionsfunktionen fra vækstteorien for produktion på længere sigt fås $Y = f(K, L, R) \cdot A$. Hermed forstås at inkomsten er en funktion af realkapitalen (maskiner, inventar og bygninger) og arbejdskraften, samt råstofferne brugt i produktionen. A er en faktor der opfanger produktivitet. Det kan være udvikling i ny teknologi eller uddannelse, som gør at faktorerne udnyttes mere produktiv.

Her har investeringerne indflydelse på K, som er de maskiner, inventar og bygninger, der er med i figur 12. Derudover har investeringer i software, innovation og forskning mv., indflydelse på produktiviteten, som også har stor indflydelse på den fremtidige produktion og dermed den danske økonomis konkurrenceevne. Ud fra denne anskuelse kan uddannelse også ses som en investering, der sikrer et højere afkast af arbejdstimerne senere i livet. Denne investering er dog betalt af det offentlige og er ikke berørt af udviklingen i finanssektoren.

Om de faldene investeringer så reelt får indflydelse på økonomien på lang sigt vides ikke. Ifølge OECD's studie, vil investeringerne stige kraftig igen, når konjunkturerne vender og dermed til dels gøre op for den lavere investeringsrate under krisen. Desuden var investeringsraten meget høj under højkonjunkturerne op til krisen, hvor der blev investeret i megen ny teknologi og produktionsmaskineri.

Langsigteffekter

Den høje grad af investeringer i samfundet under højkonjunkturerne medførte, at der blev investeret i en lang række forskellige projekter, ud over byggeri og reinvesteringer. Mange højrisikoprojekter vil kun kunne skaffe finansiering under en højkonjunktur med udlånseksansion. Selv om en lang række af disse investeringer vil føre til tab når konjunkturerne vender, så er det nogle af disse nye virksomheder, opfindelser og ideer, der vil være medvirkende til, at drive den økonomiske vækst i fremtiden.

Overby nævner netop i hans artikel, at de gavnlige effekter af finansielle kriser ofte overses. Kriserne i økonomien medvirker til, at der bliver ryddet op, så brodne kar er ryddet af vejen og økonomien igen er gearret til vækst.

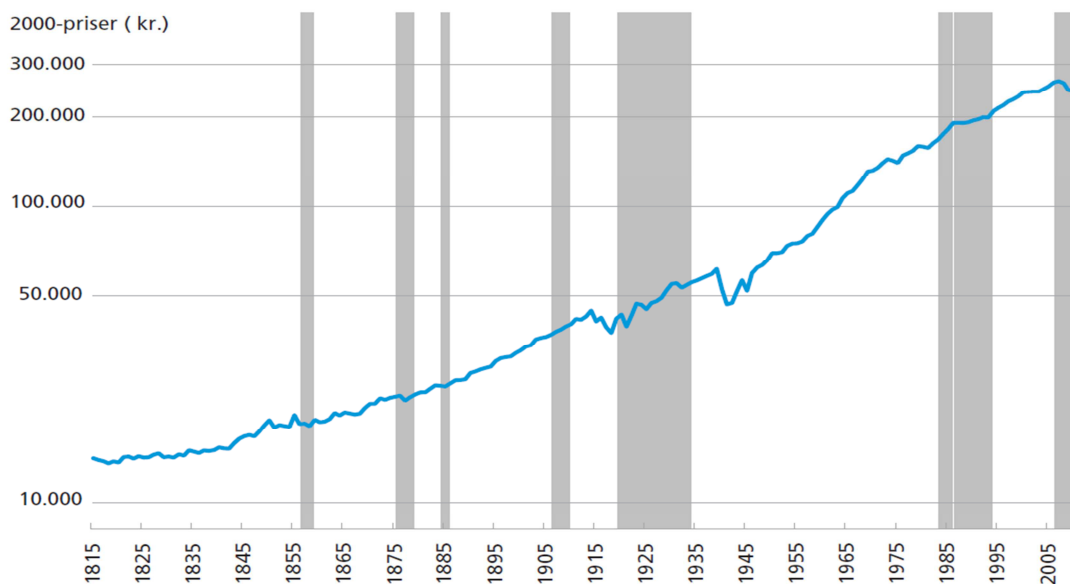
Også OECD's studie finder, at der er trade-off's mellem regulering af den finansielle sektor, med henblik på at begrænse dennes indflydelse på de økonomiske konjunkturer, og den økonomiske udvikling. De højrisiko-investeringer som bankerne påtager sig under højkonjunkturer, ofte vil slå fejl, men enkelte viser sig til tider at blive gennembrud med

stor succes. Sådanne dynamikker kan gå tabt, hvis reguleringen af banksektoren bliver for stram, i et forsøg på at mindske konjunkturudsving. Herved bliver væksten på længere sigt lavere.

Så udvikling i den finansielle sektor, der på kort sigt kan virke problematisk og destabiliserende for samfundsøkonomien, kan på længere sigt gavne udviklingen heri. Det er altid svært at bedømme hvad der er "sund" vækst og hvad ikke er "sund" vækst, men under en højkonjunktur, hvor den finansielle sektor, i stil med resten af økonomien, bliver mindre risikoavers, gives kredit til begge typer af vækst. Man kan jo så spørge sig selv, om denne mulige gavnlige effekt som disse højrisikoprojekter giver økonomien på længere sigt, opvejer de store omkostninger ved finansielle kriser.

Rangvid mener dog at bankkrisen kan have meget høje omkostninger for samfundet, idet denne potentielt kan have medført, at produktionen i samfundet kan være flere årtier om at komme tilbage til den langsigtede væksttrend, som økonomien var på før finanskrisen.

Figur 14: Udviklingen i dansk BNP og perioder med finansielle kriser⁷¹.



Ses der på den historiske udvikling i BNP, er der ikke de store tegn på, at finansielle kriser tidligere har haft nogen effekt på den langsigtede udvikling. I figur 14 herover, ses udviklingen i BNP over de sidste 200 år og de grå felter markerer perioder med finansielle kriser. Disse perioder har en tydelig effekt på BNP på kort sigt, men det tyder ikke på at finansielle kriser har nogen effekt på den langsigtede væksttrend. Og nationalbankens studie konkluderer også, at andre faktorer end finansielle kriser har en større og afgørende indflydelse på den langsigtede væksttrend i samfundet.

⁷¹ Abildgren, Kim m. f. (2011) side 44

Længden af lavkonjunkturer

For effekten af en finanskrisen på længden af lavkonjunkturer, har alle af de studier jeg har gennemgået, konstateret at de er dybere men især længere end normale lavkonjunkturer. Nationalbanken fremhæver, at selv om årsagssammenhængen mellem konjunkturer og bankkriser kan gå begge veje er det ingen tvivl om, at konjunkturedgange med bankkriser er dybere og længere end normalt. Netop at lavkonjunkturerne er betydeligt længere, gør at de er så omkostningsfulde for samfundet.

For at sammenholde nogle af effekterne undersøgt igennem afhandlingen, så er forbrugertillidsindekset i øjeblikket faldet til det laveste niveau i løbet af krisen, ligesom bankerne fortsat mindsker deres udlån. Der er ikke tegn på, at investeringerne er på vej op endnu. Arbejdsløsheden som pct. af arbejdsstyrken har dog lagt stabilt på 6,2 de sidste to år, mens BNP langsomt er begyndt at stige.

Figur 15: Udvikling i BNP 2008-2012



Jeg vil derfor mene, at 2009 var det år lavkonjunkturer nåede bunden og selv om økonomien lige nu ligger og "summer" et sted mellem bunden af lavkonjunkturer og opsvinget, så går det langsomt mod bedring. Der er dog stadig banker der er kommet i problemer eller gået konkurs det sidste halve år. Her har det hovedsageligt været problemer i landbruget der har medført store nedskrivninger i visse banker. Men dette giver fortsat en stemning af krise hos befolkningen og som forbrugertillidsindeks viser, er tilliden til økonomien fortsat lav.

Delkonklusion

Ifølge overstående afsnit har udviklingen i finanssektoren en klar indvirkning på realøkonomien. Dette ses i BNP-tabet, hvormed det kan antages, at det også har en effekt på indkomsten og forbruget i samfundet. Men også under højkonjunkturer har finanssektorens øgede udlån medvirket til øget forbrug, som igen har haft en tydelig positiv effekt på produktionen i samfundet. På samme måde har finanssektoren

tilsyneladende en positiv effekt på investeringerne i ny realkapital og risikofyldte investeringer under højkonjunkturen. Denne sidste type af investeringer kan have en positiv effekt på samfundsøkonomien på længere sigt, da enkelte af disse kan komme til at bidrage med vækst i økonomien i fremtiden. Angående faldet i investeringer under den nuværende lavkonjunktur, kan det ikke afgøres om finanssektoren kan drages til ansvar for faldet i investeringerne eller om det er virksomhederne selv, der udskyder investeringer. Eftersom den nuværende krise ikke har medført en regulær kreditklemme tyder det på, at finanssektoren ikke har haft en direkte effekt på faldet i investeringer. Den nuværende lavkonjunktur forventes dog ikke at være over før om 2-4 år. Dette begrundes særligt med de lave forventninger til fremtiden og de danske forbrugers høje gæld, der vil tynde forbruget mange år endnu. Desuden er udviklingen i europæisk økonomi yders ustabil, hvilket dog er et helt andet emne.

Diskussion af den økonomiske teori

Ved gennemgang af de empiriske studier bliver det klart, at der er en række spørgsmål omkring kriser som økonomer er uenige i. Men det ses også, at det i høj grad er den teoretiske baggrund der ligger til grund for disse uenigheder. Jeg vil derfor med udgangspunkt i teorien beskrevet i denne afhandling, diskutere nogle centrale problemstillinger, som der ikke kan findes et entydigt svar på ud fra de empiriske data.

Kan kausaliteten af de økonomiske effekter bestemmes?

Et punkt hvor der ofte bliver draget lidt for hastige konklusioner, er omkring kausaliteten af de effekter som tidsseriedata bekræfter der er i økonomien. Ifølge den neoklassiske teori vil den finansielle sektor have meget begrænsede effekter på realøkonomien. Her kan chok i realøkonomien ses i nedskrivninger og indtjening i den finansielle sektor, men de finansielle markeder er en ekstern faktor i makroøkonomiske modeller til fremskrivning. Mulige effekter af finanssektoren bliver opfanget i residualen og kan ikke have nogen direkte effekt på den makroøkonomiske udvikling. Det er dog en lidt forenklet anskuelse af den neoklassiske teori. VAR-modellerne, som Puddu's og Österholm's studier viser, arbejder med en række kanaler, hvorigennem finanssektoren kan påvirke realøkonomien. Men et problem med de neoklassiske modeller er at antagelserne bag modellen om heterogene markeder og rationelle agenter er i modstrid med virkelighedens finansmarkeder. Disse problemer bliver også til dels taget op, når modellernes resultater vurderes. Men dette ændre ikke ved at det teoretiske grundlag adskiller sig væsentlig fra virkeligheden, hvormed deres anvendelighed til fremskrivning er meget begrænset. Som Österholm's VAR-model viste, så er der på makroniveau alt få meget "støj". Der er ofte

andre faktorer i økonomien der påvirker variablerne, og uhomogent datagrundlag er ofte uundgåelige på makroniveau. Desuden er variablerne i modellen ofte internt afhængige, ligesom de simultant bliver påvirket af eksterne faktorer. Med andre ord er det ikke muligt på makroniveau at isolere de forskellige faktorer eller effekter.

Kompleksiteten på makroniveau kan, ligesom det ikke er muligt at isolere effekter, også gøre det vanskeligt at bestemme kausaliteten af effekterne. Som nævnt i introduktionen så kan det argumenteres for, at finansielle kriser blot opstår i dybe konjunkturedgange og at det dermed er realøkonomien der påvirker finanssektoren negativt. Her er postkeynesianerne dog ikke i tvivl, man skal blot se på det økonomiske landskab og timingen af begivenhederne. Tankegangen bag de økonometriske modeller, hvor delmarkeder kan undersøges uafhængig af den øvrige økonomi, kritiseres kraftigt. Brugen af begrebet, *ceteris paribus* (alt andet lige) er problematisk, idet det antages, at udviklingen i en variabel kan fremskrives, mens alt andet forholder sig uændret. Dette stemmer ikke overens med virkelighedens makroøkonomiske landskab, hvorfor der er behov for et nyt syn herpå.

Ses der på det økonomiske landskab er det ingen tvivl om, at udviklingen i den finansielle sektor har indflydelse på realøkonomien på alle niveauer. Penge er meget mere end blot værdiopbevaring og transaktionsmiddel. Kreditinstitutterne har stor indflydelse, fra den enkelte husholdning og virksomheds kreditmuligheder, til den samlede mængde kredit tilgængelig i samfundet. Den kredit pengeinstitutterne giver, skaber ny efterspørgsel i samfundet og kan bruges mange gange gennem det finansielle system, hver gang de bruges som betalingsmiddel. Prisstigningerne på ejerboliger og det stigende privatforbrug og gældsætning, blev muliggjort af pengeinstitutterne. Dette muliggjorde den høje vækst og prisboblerne på aktiver under højkonjunktoren.

Ifølge den postkeynesianske FIH-teori, så driver den finansielle sektor en stor del af højkonjunktoren før en finansiell krise. Det er den finansielle sektor der muliggør den højere gearing af virksomheder og som driver de spekulative prisbobler. Hermed er det også den finansielle sektor der ligger kimen til den efterfølgende krise. Ifølge denne teori er der ikke tvivl om, at den finansielle sektor virker som en forstærker for de naturlige konjunkturcykler i det makroøkonomiske system. Dermed har den finansielle sektor omdannet en almindelig konjunkturcykel til først en gældsrevet højkonjunktur. Og dernæst finanskrisen, der udviklede sig til den dybeste realøkonomiske krise siden Anden Verdenskrig.

Timing under den seneste konjunkturcykel, kan dog ikke afgøre om den finansielle sektor er skyldig eller blot følger konjunkturerne. Bankkonkurser og den økonomiske recession kom omtrent samtidig. Hermed kan Rangvid's argument om, at bankkriser som

regel kommer før den økonomiske recession, ikke bruges i dette tilfælde. I 2007 forudså de økonomiske prognoser en beskeden vækst i 2008 pga. det store pres på resurserne under højkonjunktoren. Ligeledes beregnede prognoserne i 2008 en lav BNP-vækst for 2009, selv om finanskrisen havde ramt landet. Dette skyldes at de finansielle markeder ikke er integreret i de makroøkonomiske ligevægtsmodeller. Hverken nationalbanken, finansministeriet eller det økonomiske råd forudså den seneste krise, ligesom dens konsekvenser for realøkonomien i første omgang blev undervurderet. Det kan dermed være fristende at betragte krisen som noget der kom udefra, et eksternt stød pga. chokket på de internationale finansielle markeder. Men som afhandlingen har vist herover er dette ikke tilfældet. Der var godt nok, over en længere periode, blevet opbygget store ubalancer i den internationale økonomi. Bl.a. USA kørte med store underskud på betalingsbalancen, mens Tyskland og Kina havde store overskud. Derudover har der været store ubalancer i de enkelte landes økonomier, som i Danmark, hvor der var en prisboble på boliger og mismod mellem ind og udlån i den finansielle sektor.

Tydeligvis er der spill-overs både fra realøkonomien til finanssektoren, men også fra finanssektoren til realøkonomien. Dansk økonomi var på vej mod en nedkøling med lavere vækst, men finanssektoren har været med til at omdanne en almindelig konjunkturcyke, til en regulær krise. Selvfølgelig har de internationale ubalancer og den svigtende eksport, været medvirkende til at forstærke nedgangen i økonomien. Ikke hele omfanget af den nuværende lavkonjunktur kan bebrejdes den finansielle sektor. Konjunkturerne har desuden også været drevet af tilliden til fremtiden, der har påvirket finanssektoren såvel som realøkonomien.

Finanssektoren har været med at forstærke konjunkturudsvingene og opbygge ubalancer i det finansielle system. Korrektionen af disse ubalancer har været omkostningsfulde for samfundet, idet korrektionerne kom pludseligt, delvist pga. den internationale finanskrisen, og sendte chokbølger gennem det økonomiske system. Dog mener jeg at det i lige så høj grad er liberaliseringen og reguleringen af den finansielle sektor der har svigtet. Selvfølgelig kan pengeinstitutterne bebrejdes de direkte omkostninger der har været i forbindelse med konkurser og afviklinger af banker. Ligesom reduktionen i formuer og mistilliden til det finansielle system har medført et kraftigt fald i forbrug og investeringer. Men derudover mener jeg, at den danske finansielle sektor kun i begrænset omfang har været skyld i den seneste recession. Alle økonomiske enheder var optimistiske og medvirkede til opbygningen af ubalancer i økonomien. Men da dette er rationelt og tilsyneladende en del af menneskets natur, ligger muligheden for, at begrænse disse udsving, hos finanssektoren der ved øget udlån muliggør opsvinget.

Sandsynligvis er der dog en række feedbacks i økonomien, hvor finanssektorens dårlige helbred har en negativ effekt på realøkonomien, ligesom den økonomiske lavkonjunktur har en negativ indflydelse på den finansielle sektor. Men det er netop disse effekter der kan komme til at betyde, at finanskrisen bliver meget omkostningsfuld i længden. En finanssektor der ikke fungerer, har mange negative konsekvenser for en moderne markedsøkonomi. Særligt i form af lavere vækst, idet der er brug for øgede investeringer og øget forbrug for at bringe økonomien tilbage på sporet igen. Så fremtiden kan vise, om finanssektoren muligvis er den store skurk, som, beskrevet i introduktionen, den allerede er blevet udråbt til, af medierne.

Kan kriser undgås?

Postkeynesianerne ser udviklingen i den finansielle sektor som et resultat af den menneskelige psykologi. Derfor ses stabilitet som destabiliserende, fordi mennesker bliver optimistiske og spekulative, særligt når der er penge involveret. Det er helt rationelt for aktørerne, at følge med på bølgen når alle signaler fortæller, at her er der gode muligheder for at tjene penge. Optimisme er en del af den menneskelige natur og det er netop hvad Reinhart og Rogoff mener med "this time is different"-syndromet, kriserne bliver glemt og profitjaget går ind.

Man kan dermed få den opfattelse, at finansielle og økonomiske kriser er uundgåelige. De er et produkt af den moderne monetære økonomi og den menneskelige natur. Ifølge Minskys teori kan en økonomi ikke uddanne sig fra finansielle kriser, det ligger til menneskets natur. Efter en stabil periode bliver de finansielle enheder mindre risikoavers og her lægges kimen til den kommende krise.

Neoklassiskbilerne er dog af en anden mening. Markedsforholdene på de finansielle markeder skal optimeres således, at markeds kræfterne, der sikre optimal allokering og de rigtige priser på aktiver, kan fungere uforstyrret. I modsætning til postkeynsianerne, mener neoklassikerne at vejen til stabile finansielle markeder er Hands-off, altså at regeringer og regulatorer ikke skal lægge bånd på markedets funktion, med restriktioner og skatter og afgifter. Men ses der på empiriske eksempler på udviklingsforløb, tyder det ikke på at deregulering skaber stabilere markeder, tvært imod. Netop den fundamentale usikkerhed og aktørerne der ikke er rationelle, i neoklassiske betydning, medfører at markeds kræfterne ikke sikrer en optimal allokering. Antagelserne bag de neoklassiske modeller harmonerer ikke med de virkelige vilkår, hvorunder aktører træffer beslutninger.

Men midt mellem disse to anskuelser ligger den ny-keynesianske skole, med behavioral finance teorien. Her kombineres adfærdspsykologi og neoklassisk teori for, at danne realistiske antagelser for økonomiske aktørers beslutningsprocesser. I tråd hermed mener

Reinhart og Rogoff, at det økonomiske system kan uddannes til, at spotte og forebygge visse typer af finansielle kriser. Ved at sammenholde historiske tidsserier med aktuelle data, kan ubalancer i det finansielle system identificeres tidligere og korrigeres inden de bygger sig for store.

Robert Lucas har dog med Lucaskritikken, kritiseret makroøkonomiske politikker og policy anbefalinger. Her lyder, at det er naivt, at forsøge at forudse effekten af ændringer i det finansielle system, på basis af forhold der er observeret i historiske data, særligt data på makroniveau. Desuden ville systemet og de økonomiske agenter tilpasse sig den nye økonomiske politik og de nye forhold på markedet, hvorfor reguleringen igen vil blive virkningsløs. Systemet vil altid finde en vej uden om reguleringen og der vil opstå nye former for ubalancer og problemer, hvormed nye finansielle kriser igen vil opstå uventet.

En naturlig forlængelse af ovenstående diskussion kan være at spørge sig selv hvornår den næste krise så kommer? Men det afhænger jo af fremtiden som er usikker og hvad der kommer til at ske om bare to år kan ikke forudsiges. Årsagen til, at de korte prognoser ofte tager fejl er, at der sjældent er grund til at mene, at økonomien udvikler sig meget anderledes end væksttenden. Men sandsynligheden for at væksten ligger på trenden er meget lille, idet hændelser ofte påvirker økonomien i positiv eller negativ retning. Det er sjældent muligt at forudse disse hændelser, men på længere sigt vil de ofte udligne hinanden.

Det er ikke muligt at forudsige den næste krise, for kriserne opstår netop fordi de kommer uventet. Det er chokket og usikkerheden der kan gøre disse begivenheder til kriser. Men med regulering og eventuelt et advarselssystem i stil med det Reinhart og Rogoff foreslår, kan det forsøges at dæmme op for de største finansielle ubalancer før de bliver til regulære realøkonomiske kriser. Men som beskrevet ovenfor, så har disse konjunkturcykler også positive effekter på økonomien, hvorfor der skal skabes en balancegang mellem regulering og vækst.

Konklusion

Jeg har i denne afhandling søgt et svar på problemstillingen; hvor stor en indflydelse har bank- og realkreditsektoren haft på den realøkonomiske udvikling i Danmark det seneste årti? I første omgang identificerede jeg en række effekter der vil være i fokus igennem denne afhandling, idet disse ses som værende de dominerende kanaler hvorigennem udviklingen i den finansielle sektor påvirker realøkonomien. Den realøkonomiske faktor der har været størst fokus på, er bruttonationalproduktet, idet dette er et mål produktionen og dermed værditilvæksten i samfundet den pågældende periode. Finanssektoren har gennem udlån og investeringer påvirket forbruget og reale investeringer og derigennem produktionen i samfundet. Det er forventningerne til fremtiden og tilliden til den økonomiske udvikling der har drevet det høje forbrug under højkonjunktoren 2005-2008 og igen manglende tillid til fremtiden og økonomien der har været medvirkende til, at krisen er blevet så dyb. Alle aktører i økonomien, finanssektoren, husholdninger og virksomheder blev ramt af optimismen og medvirkende til konjunkturudsving. Men den finansielle sektor har været den faktor der muliggjorde denne udvikling. Finanssektoren øgede udlånene drastisk og opbyggede et stort indlånsunderskud der skulle finansieres gennem de internationale finansmarkeder. Ligeledes har liberaliseringen af realkreditte været med til at drive priserne på ejerboliger op. Nye låneformer muliggjorde brug af den stigende boligformue og finansiering af investeringer blev billigere. Den høje grad af nettoinvesteringer har været med til at øge indkomst, produktion og forbruget under højkonjunktoren. Altså blev der i løbet af 00'erne opbygget store ubalancer i den finansielle sektor, hvilket blev tydeliggjort da den internationale finanskrisen ramte Danmark i 2008.

Da finanskrisen ramte, faldt bruttonationalproduktet på kun 5 kvartaler med knap 7 pct. Finanskrisen kom bag på verden og chokket blev kun større da omfanget af ubalancerne blev kendt. Dette førte også for Danmark til store korrektioner på kort tid, hvilket og ramte realøkonomien hårdt. Boligpriserne og aktierne mistede værdi, hvilket berørte forbrugernes formuer. Samtidig har forbrugerne opbygget en stor gæld under højkonjunktoren, der ligeledes tynger forbruget. Hermed bredte mistilliden sig hurtig og forbrugerne sparer nu op i stedet for at forbruge indkomsten. Bankerne har ligeledes strammet op om kreditgivning uden at dette dog har ført til en regulær kreditklemme. Det store fald i investeringer kommer hovedsageligt af, at virksomhederne udskyder dem, pga. den usikre fremtid.

Den seneste konjunkturcykel har også tydeliggjort nogle mangler i den neoklassiske teori og de makroøkonomiske modeller. Liberaliseringen af finansmarkederne har gjort dem tiltagende ustabile og minsket gennemsigtigheden, samt vanskeliggjort risikovurderingen. De neoklassiske policyanbefalinger om hands-off og selvregulerende markeder, fungere

tydeligvis ikke, for de finansielle markeder. Desuden er de finansielle markeder ikke inkorporeret i makromodellerne der bruges til fremskrivninger af den økonomiske udvikling, hvorfor disse er ude af stand til at forudse og vurdere en finanskrisens effekt på realøkonomien. Det er vanskeligt at isolere de enkelte effekter på makroplan og vurdere kausalretningen heraf, også for de økonometriske modeller. Det står dog klart at effekterne går begge veje mellem realøkonomien og finanssektoren i et kompleks samspil og finansielle kriser vurderes til at være uundgåelige. Kimen til kriserne ligger i menneskers optimisme og flokadfærd, hvor det er rationelt at reagere på de positive signaler markedet sender og opportunistisk jagte muligheden for profit. Der er dog også positive effekter af de voldsommere konjunkturcykler. Nye forretningsideer kan finde finansiering når finanssektoren er mindre risikoavers. Under krisen derimod, bliver der ryddet op i det økonomiske system og tyndet ud i den "usunde" vækst der også blev skabt under højkonjunktoren, hvormed økonomien igen er klar til vækst. Sidst vil jeg gerne kort opsummere effekten af udviklingen i den finansielle på de faktorer der har været i fokus.

For BNP udviklingen har outputgabet været positivt i fem år op til krisen og har i halvdelen af denne periode lagt på omkring 3 pct. over det potentielle output. Finanskrisens negative effekt på det akkumuleret BNP bliver næsten udlignet hvis væksten under højkonjunktoren modregnes. Dog skal det i vurderingen af omkostningerne også modregnes, at økonomien på forhånd var på vej mod en afmatning og at finanskrisen ikke alene er at bebrejde, at den seneste konjunkturedgang blev dybere end normalt. Samlet vurderes, at finanskrisen netto kommer til at koste det danske samfund 7-14 % af et års BNP, afhængig af, hvor lang krisen bliver.

Udviklingen i den finansielle sektor er afgørende for udviklingen i huspriser. Dereguleringen af realkreditte, samt nye og billigere låneformer med sikkerhed i boligen, fik huspriserne til at stige markant. Låntagningen i fast ejendom medførte større forbrug og massive investeringer i boliger og nybyggeri, hvilket igen har forstærket efterspørgslen og indkomsten i samfundet. Realkreditte kan fortsat destabilisere den danske finansielle sektor, idet over halvdelen af alle boliglån er med variabel rente, hvilket skaber genfinansieringsrisikoen hvert år, når lånene skal genfinansieres.

Længden af både højkonjunktoren, hvor de store ubalancer opbygges og lavkonjunktoren med den finansielle krise, er betydelig længere end den almindelige konjunkturcykel. Den nuværende krise forventes ikke at være over før om 2-4 år, på baggrund af lave nettoinvesteringer og svigtende tillid til den økonomiske udvikling, samt meget sløv BNP-vækst.

Perspektivering

Som antydnet i afhandlingen, har reguleringen af den finansielle sektor svigtet og den finansielle sektor er ifølge BIS og Nationalbankens undersøgelser, blevet tiltagende ustabile i takt med liberaliseringen. Idet der er store samfundsmæssige omkostninger forbundet med problemer i den finansielle sektor og bankkonkurser, er det afgørende at regulere markedet med henblik på at styrke tilliden til og stabilitet af, det finansielle system. Reguleringen skal sikre, at bankerne i højere grad er polstrede til at modstå tilbageslag i den økonomiske udvikling der, som beskrevet, medfører nedskrivninger på udlån. Derudover skal reguleringen forebygge, at problemer i et område af det finansielle system ikke breder sig til resten af systemet. Her er der forslag om strengere opdeling af markeder og bedre gennemsigtighed på de finansielle markeder, hvilket også vil styrke tilliden til det finansielle system. Ydermere skal reguleringen lægge retningslinjer ud for bedre risikovurdering af udlån, gældsinstrumenter og finansielle derivativer. Et sidste meget omdiskuteret punkt af regulering angår muligheden for at regulere incitament strukturen i det finansielle system, således at overdrevet risikoadfærd bremses og det bliver mere attraktivt med "god forretningsskik", også under højkonjunkturer⁷².

Men hvad vil de makroøkonomiske konsekvenser af strengere kapitalkrav og strengere retningslinjer for risikovurdering i de finansielle selskaber være? Det er her tale om reguleringen og kapitalkravene stillet i Basel III aftalen.

Kun finansbranchens egne organisationer har opnåede en overvægt af negative konsekvenser af øget regulering. Her er tale om højere omkostninger ved højere kapitalkrav og højere andel af egenkapital i basiskapitalen. Derfor vil prisen for lån og bankservices stige, med omfattende omkostninger i form af lavere realøkonomiske vækst. Her er argumentet, at de højere renter på lån vil medføre store udgifter for samfundet og sænke investeringsraten og produktionen. Desuden forventes overgangsperioden at blive så omkostningsfuld for bankerne, at der vil opstå en kreditklemme, hvorved økonomierne kastes ud i en ny finansiell krise⁷³. Problemet med denne undersøgelse er, at der kun regnes på de negative konsekvenser af reguleringen, ligesom det kun ses på den tiårige periode hvor de indføres.

To arbejdsgrupper under BIS vurderede, at de permanente fordele ved den foreslåede stramning af reguleringen klart overstiger ulemperne, samt at omkostningerne i overgangsfasen til strengere kapitalkrav, bliver beskedne. For det første forventes reguleringen at komme en del af den u hensigtsmæssige adfærd i banksektoren til livs og at finansielle kriser bliver færre og mildere. Desuden forventes de almindelige

⁷² Plesner, Søren (2010) side 9

⁷³ IIF (2010)

konjunkturudsving i økonomien at bliver mindre. Her sænkes både de økonomiske omkostninger som følge af, den usikkerhed disse svingninger giver, ligesom der ses velfærdsaspekter forbundet med mindre konjunkturudsving. Desuden har bankerne en større andel af egenkapital, hvorfor "statsstøtten" i form af indskydergarantier og bail-out costs bliver mindre når bankerne er bedre polstrede. Af gruppen vurderes aktiviteten i økonomien i overgangsperioden, at blive berørt af de højere kapitalkrav, idet rentemarginalen hæves, hvilket vil dæmpe udlån. Det vurderes, at efter 35 kvartaler vil BNP være 0,17 pct. lavere som følge af de nye kapitalkrav, hvilket svarer til en årlig lavere vækst på 0,03 pct.⁷⁴. Dette er beskedne omkostninger sammenlignet med det danske fald i BNP pga. finanskrisen på 2,8 pct. på et år og et akkumuleret BNP-tab på 14-16 pct. ifølge nationalbanken.

Desuden er argumentet, tidligere fremført i forbindelse med Lucas kritikken, aktuel her. De finansielle aktører og institutioner vil blot finde en måde at omgå reguleringen og influere de regulative instanser. Desuden er opfindsomheden stor når nye produkter udvikles i det finansielle system, hvilket er vanskeligt at følge op med ny regulering, idet effekterne af disse nye produkter endnu ikke er kendt. Det vurderes også i BIS' undersøgelse, at omkostningerne kan blive højere hvis de risikofyldte økonomiske aktiviteter flytter over i ikkeregulerede markeder.

Der er altså ikke enighed mellem økonomerne om omkostningerne ved højere kapitalkrav til bankerne. Nogle vil mene der er højere omkostninger forbundet med øget egenkapital og at kapitalafkastet bliver mindre, hvorfor det vil have langsigtede negativ indflydelse på samfundsøkonomien. Hvorimod andre argumenterer for at finansieringens sammensætning ikke har nogen betydning for omkostningerne og mener at kapitalkravet skal være højere for, at opnå de bedste samfundsøkonomiske gevinster ved reguleringen⁷⁵. Kort sagt er økonomer ikke enige om hverken de langsigtede fordele og ulemper og dermed den samlede effekt af reguleringen på samfundsøkonomien. Der er heller ikke enighed om de kortsigtede omkostninger ved overgangen til højere kapitalkrav hvor vurderingerne af omkostningerne ligger mellem ingen og 1 pct. af BNP herfor.

⁷⁴ BIS (2010)

⁷⁵ Miles, David mf. (2011)

Litteraturhenvisninger

Bøger

Cooper, George (2008), *The Origin of Financial Crises – Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*, Harriman House Ltd

Jespersen, Jesper (2007). *Makroøkonomisk metodologi – I et samfundsøkonomisk perspektiv*, Jurist- og Økonomforbundets forlag

King, J. E. (2003), *The Elgar Companion to Post Keynesian Economics*, Edward Elgar

Papadimitriou, Dimitri B. & Wray, L. Randall (2010), *The Elgar Companion to Hyman Minsky*, Edward Elgar

Reinhart, Carmen M. & Rogoff, Kenneth S. (2009): *This time is different – eight centuries of financial folly*. Princeton University Press.

Shiller, Robert J. (1999), *Human Behavior and the Efficiency and the Financial System*, kapitel 20, vol. 1C I Handbook of Macroeconomics, Elsevier

Snowdon, Brian & Vane, Howard R. (2005), *Modern Macroeconomics – it's origins, development and current state*. Edward Elgar

Wendt, Peter (2011), *Den finansielle sektor*, Handelshøjskolens Forlag, 14. udgave

Østrup, Finn (2008), *Finansielle kriser*, Forlaget Thomsen

Østrup, Finn (2010), *Det finansielle system*, Thomsen Reuters

Artikler/rapporter

Abildgren, Kim (2011), Realøkonomiske konsekvenser af finanskriser. *Danmarks Nationalbank*, kvartalsoversigt, 3. kvartal 2011, Del 2

BIS (2002), The interaction between the financial sector and the real economy, *Bank of International Settlements*. Chapter VII, BIZ 72. Årsrapport 2002, side 122-141

BIS (2010). Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements. *Bank of International Settlements*. December 2010.

Bernanke, Ben S. (1983), Nonmonetary effect of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *The American Economic Review*, Vol. 73, No. 3

Danmarks Nationalbank (2010a), Stresstest, 2. Halvår, 2010

Finanstilsynet (2010), Markedsudvikling 2010 – pengeinstitutter.

- Forbrugerstyrelsen (2010): Forbrugerreddegørelse 2010 – forbrugermarkeder:
<http://dokumenter.forbrug.dk/Forbrugerreddeg%C3%B8relse2010/978-87-7408-719-9.pdf>
- Grosen, Anders (2010), "Too big to fail"-doktrinen står for fald?, *Finans/Invest* nr. 1, 2010
- Grosen, Anders (2011), Mere kapital til systemisk vigtige finansielle institutioner, *Finans/Invest*, nr. 5, 2011
- Haug, Ollivaud & Turner (2009): The Macroeconomic Consequences of Banking Crises in OECD Countries. *OECD Economics Department*.
- IIF (2010), The Net Cumulative Economic Impact of Banking Sector Regulation: Some New Perspectives. *Institute of International Finance*. Oktober 2010
- Laeven, Luc & Valencia, Fabian (2010), Resolution of Banking Crisis: The Good, the Bad, and the Ugly, *IMF*
- Miles, David m.f. (2011), Optimal bank capital, *Bank of England*, paper nr. 31
- Overby, Lars Jul (2011), Replik til Strengere kapitalkrav i pengeinstitutter: en vurdering af de (samfunds)økonomiske gevinster og tab, *Finans/Invest* nr. 1, 2011
- Plesner, Søren (2010), Fremtidens finansregulering – fra globalt kasino til "boring banking"? *Finans/Invest* nr. 1, 2010
- Puddu, Stefano (2011), Real Sector and Banking System: Real and Feedback Effects. A Non-Linear VAR Approach. *HEC Lausanne*
- Rangvid, Jesper (2010), Strengere kapitalkrav i pengeinstitutter: en vurdering af de (samfunds)økonomiske gevinster og tab. *Finans/Invest* nr. 8, 2010
- Rangvid, Jesper (2011a), Finansielle kriser: Valutakrisen i 1992-1993 og bankkrisen i 2007-2009, Kapitel 3 i bogen Kriser, Politik og Forvaltning – de internationale udfordringer, Hans Reitzels Forlag
- Rangvid, Jesper (2011b), Duplik til replik, *Finans/Invest* nr. 1, 2011
- Samuelson, Poul A. (1963); Economics, An Introductory Analysis, McGraw-Hill, 4. udgave
- Shiller, Robert J. & Case, Carl E. (2004): Is there a Bubble in the Housing Market?, no. 1089, *Cowles Foundation*
- Österholm, Pär (2010), The effect on the Swedish real economy of the financial crisis. *Applied financial Economics*, 2010, 20, side 265-274
- Østrup, Finn(2011), Problemer i dansk realkredit. *Finans/Invest* nr. 1, 2011

Internet sider

Danmarks Nationalbank (2010b), Sektorkoder:

[http://nationalbanken.dk/C1256B730054214F/sysOakFil/Sektorkoder/\\$File/Sektorkoder.pdf](http://nationalbanken.dk/C1256B730054214F/sysOakFil/Sektorkoder/$File/Sektorkoder.pdf)

Danmarks Nationalbank (2011), Rapporteringspligtige residenter MFI'er, statistikafdelingen:

[http://www.nationalbanken.dk/C1256B730054214F/sysOakFil/MFI2%20-%20Bilag_1_201105/\\$File/Bilag%201_201105.pdf](http://www.nationalbanken.dk/C1256B730054214F/sysOakFil/MFI2%20-%20Bilag_1_201105/$File/Bilag%201_201105.pdf)

www.statistikbanken.dk

<http://www.nyse.tv/crude-oil-price-history.htm>

www.stats.oecd.org

Bilag

For grafer og beregninger i Excel, se vedlagte data-CD