

Speciale 08-08-2013

Økonomiske kriser

- Komparativ analyse af den seneste finansielle krise og den store depression i et post-keynesiansk perspektiv



Nanna C. Jalling

Ida R. Thomsen

Executive summary

The recent financial crisis is considered the worst in recent times, as it has been both severe and persistent. The financial crisis is by economists often compared to the Great Depression. What is the reason for this comparison and the foundation of it? Is it that both crises have been severe and have had fatal consequences for a large number of individuals? Or it because of the way, the crises have occurred and the underlying factors of the crises? Based on economic theory it is interesting to study whether the two crises have common characteristics. In this context it will be relevant to examine the degree of regulation in the financial sector, particularly in relation to the recent financial crisis, since it is notable that the crisis occurred less than a decade after the repeal of the Glass-Steagall Act.

The aim of this thesis is thus to analyse the recent financial crisis in comparison to the Great Depression. Furthermore it will be examined whether the revised regulation in the period leading up to the financial crisis has had any impact on its occurrence. In order to study this field the analysis is based on the post-Keynesian approach; including fundamental uncertainty, Keynes's crisis theory on "The State of Long-Term Expectation" and Minsky's hypothesis on financial instability.

The characteristic feature of the post-Keynesian approach is that it is based on open systems, where it is possible to analyse the economy as a whole, and where the interdependence between the markets and the fundamental uncertainty is of great importance. Keynes's theory of crisis on "The State of Long-Term Expectation" is based on the post-Keynesian methodology. Generally speaking the theory describes the correlation between the real and the financial sector, and how an imbalance between stakeholders' interests may lead to economic instability. Based on Keynes' theory, Minsky adds an innovative aspect and find that changes in the debt structure plays a key role in creating unstable relations in the financial sector.

The main similarities between the recent financial crisis and the Great Depression appear through the concept of fundamental uncertainty, especially expressed through the behaviour of the stakeholders in the rising and setting periods of the economy. This concept of uncertainty provides basis for the fact that the crisis hits the real economy regardless of the sector it has originally occurred in.

The contextual conditions are very different because the crises take place almost 100 years apart. This means that the signs of crisis, which appeared during the Great Depression, might not have the same effect on the economy now as they then did. This makes it difficult to apply the theories to predict future crises. By combining the two theories, it becomes possible to examine whether a crisis is evolving by considering the interests of the real, and the financial sector, and change in the debt structure.

The regulation of the financial sector, both in connection with the Great Depression and the recent financial crisis, has been extremely controversial. In this context there has been many arguments for and against that deregulation has caused the financial crisis. There is no doubt that post-Keynesians believe that regulation of the financial sector is important for the economy to function properly. There must therefore exist an authority, to carry out regulatory work, minimizing the risk of future crises.

Indholdsfortegnelse

1.0 Indledning.....	3
1.1 Problemformulering	4
1.2 Afgrænsning	4
2.0 Økonomiske kriser	5
2.1 Den store depression.....	6
2.1.1 Hændelsesforløb	6
2.1.2 Guldstandarden	8
2.1.3 Empirisk afbildning af den store depression.....	9
2.1.3.1 Økonometrisk belysning	17
2.2 Den finansielle krise.....	18
2.2.1 Hændelsesforløb	18
2.2.2 Empirisk afbildning af den finansielle krise	20
2.2.2.1 Økonometrisk belysning	29
3.0 Regulering.....	29
3.1 Glass-Steagall Act	30
3.2 Basel.....	32
4.0 Teori	34
4.1 Post-keynesiansk teori	34
4.1.1 Metodologi.....	34
4.1.2 Centrale post-keynesianske begreber	36
4.1.3 Keynes' General Theory.....	39
4.1.4 Minskys hypotese om finansiell ustabilitet	44
4.2 Monetaristisk teori.....	45
4.2.1 Metodologi.....	45
4.2.2 Fishers kvantitetsteori	47
4.2.3 Friedmans fortolkning af kvantitetsteorien.....	48
5.0 Analyse.....	50
5.1 Den store depression.....	50
5.1.1 Post-keynesiansk analyse	50
5.1.2 Monetaristisk analyse.....	56
5.1.3 Vurdering	63

5.2 Den finansielle krise.....	65
5.2.1 Post-keynesiansk analyse	65
5.2.2 Monetaristisk analyse.....	70
5.2.3 Vurdering	72
5.3 Forskelle og ligheder	73
5.4 Regulering	78
5.4.1 Glass-Steagall Act.....	78
5.4.2. Basel	81
5.4.3 Vurdering	82
6.0 Perspektivering - Retningslinjer for ny model.....	83
6.1 Redegørelse	84
6.2 Anvendelse.....	85
7.0 Perspektivering - Budgetbalance	87
8.0 Konklusion	90
9.0 Litteraturliste	92
10.0 Appendiks	97
10.1 Statistiske begreber.....	97
10.2 Økonometrisk belysning	99
10.2.1 Den store depression	99
10.2.1.1 Regressionsresultater.....	104
10.2.2 Den finansielle krise	105
10.3 Keynes' 45°-model.....	110

1.0 Indledning

Økonomien bevæger sig af natur i cykler, som består af perioder med høj- og lavkonjunkturer. Oftest sker denne udvikling ubemærket, og det har ikke den store betydning, hvor i konjunkturcyklen, økonomien befinder sig. Af og til sker det dog, at økonomien udvikler sig i ekstreme retninger, enten til overophedning eller dyb recession, som har en lang række negative konsekvenser. I nogle tilfælde kommer kriserne fuldstændig bag på alle, og selv eksperterne bliver forbløffede over den dramatiske udvikling. Spørgsmålet er blot, hvad årsagen er til, at kriser opstår, og hvorfor det er så vanskeligt at forudse dem, når de opstår gang på gang? En af årsagerne til dette kan tænkes at være, at kriser er unikke hændelser, som sker med udgangspunkt i forskellige kontekstuelle forhold. På den anden side er det vanskeligt at udelukke, at kriserne har fællestræk og opstår med udgangspunkt i nogle fælles faktorer.

Den seneste finansielle krise betragtes som den værste krise i nyere tid, da den både har været dyb og langvarig. Oftest sammenlignes krisen med den store depression tilbage i 1930'erne. Der kan stilles spørgsmålstejn ved denne sammenligning og grundlaget for den. Sammenlignes de to kriser på baggrund af deres omfang, fordi begge kriser har været dybe og har haft fatale konsekvenser for en lang række mennesker? Eller ligger sammenligningsgrundlaget i måden, hvorpå kriserne er opstået og i de faktorer, der ligger til grund for kriserne? Det kan således være interessant at undersøge, hvorvidt de to kriser med udgangspunkt i økonomisk teori har fælles karaktertræk for forløbet frem til kriserne, samt om der er fællestræk når det gælder årsagen til krisernes udbrud. Det vil i denne sammenhæng også være relevant at betragte graden af regulering i den finansielle sektor, særligt i forbindelse med den seneste finansielle krise, hvor det er bemærkelsesværdigt, at krisen er brudt ud knap ti år efter, at det tiltag, som blev indført efter den store depression i et forsøg på at undgå lignende kriser, blev afviklet.

Den store depression skaber grundlag for en ny måde at tænke på inden for økonomisk teori. En af ophavsmændene bag denne nye teoriretning er John Maynard Keynes, som begynder at betvivle den klassiske tankegang, som er baseret på ligevægte, og begynder at fokusere på en mere åben analyseform med interdependensen mellem markederne i centrum. Årsagen til dette er, at de hændelser, der er sket i forbindelse med den store depression, ikke kan forklares med udgangspunkt i den dominerende økonomiske teoriretning. Et centralt begreb, som Keynes specielt mener, at klassikerne overser, er usikkerhed. Det har i forbindelse med krakket på Wall Street vist sig, at usikkerhed spiller en stor rolle i forhold til, hvordan individer reagerer, da den vender op og ned på deres beslutningstagen.

I forbindelse med finanskrisen har det atter vist sig, at den klassiske teori er kommet til kort, når den skal forklare årsagen til krisens opståen. Som i tilfældet med den store depression har den klassiske teori vanskeligt ved at forklare samspillet mellem den reale og den finansielle sektor samt det usikkerhedselement, som breder sig i samfundet i forbindelse med en økonomisk krise. Det er derfor oplagt at anvende den post-keynesianske tilgang, når de to kriser skal analyseres, og når der skal findes en årsag til, hvorfor kriserne opstår. Endvidere har Keynes i modsætning til de klassiske økonomer udviklet en decideret kriseteori, som kan pointere eventuelle årsager til krisernes opståen.

Med udgangspunkt i det ovenstående vil det således være oplagt individuelt at analysere henholdsvis den seneste finansielle krise samt den store depression med udgangspunkt i post-keynesiansk teori, for herigennem at finde årsagerne til krisernes opståen. Herefter vil det være interessant at sammenligne resultaterne af de to analyser for herigennem at undersøge, hvorvidt der er fællestræk i forbindelse med disse. Desuden vil det være relevant at undersøge hvilke erfaringer, der er blevet gjort på baggrund af den store depression, som kan antages at komme til udtryk gennem de reguleringstiltag, der efterfølgende er blevet gjort for at undgå en lignende situation.

1.1 Problemformulering

Med udgangspunkt i post-keynesiansk teori, hvordan kan den seneste finansielle krise analyseres komparativt med den store depression i 1930'erne? Hvordan har graden af regulering i den finansielle sektor ændret sig over perioden, og hvilken rolle kan denne tænkes at have spillet i forhold til den finansielle krise?

1.2 Afgrænsning

For at besvare den ovenstående problemformulering er det valgt at anvende den post-keynesianske teori. Årsagen til, at denne teoriretning anvendes, er, at den klassiske teori mangler forklaringskraft, når den skal forklare årsagen til de to udvalgte krisers opståen. Den manglende forklaringskraft fremkommer, fordi klassikerne anvender lukkede systemer i deres analyse og derfor ikke inkluderer interdependensen mellem de økonomiske markeder. Dette er netop årsagen til, at den klassiske teori som analysegrundlag fravælges i specialet.

I forbindelse med den Keynes-tro post-keynesianske teori er det ligeledes nødvendigt at foretage en række fravalg, da alle de post-keynesianske økonomer i princippet kan anvendes. Det er således valgt at anvende John Maynard Keynes' oprindelige kriseteori, som tager udgangspunkt i ubalancen mellem den reale og finansielle sektor, samt usikkerhed og langsigtet forventningsdannelse. Årsagen til, at denne er valgt, er, at Keynes var ophavsmand for keynesianismen og senere post-keynesianismen. Endvidere er hans grundlæggende teori baseret på krisen i 1930'erne og det egentlige hændelsesforløb af krisen.

Da Keynes' teori er udviklet med udgangspunkt i 1930'ernes kontekst, er det nødvendigt yderligere at anvende en teori, som kan beskrive den finansielle sektor, som den ser ud nu, og ikke som den så ud på daværende tidspunkt. Det er i denne forbindelse valgt at anvende Hyman P. Minskys hypotese om finansiell ustabilitet. Denne anses for at være en videreudvikling af Keynes' oprindelige kriseteori i den forstand, at Minsky anerkender Keynes' teori men videreudvikler den ved at tilføje et innovativt aspekt, som afspejler den samfundsmæssige udvikling, der er sket fra Keynes' tid og frem. En af de faktorer, der karakteriserer denne udvikling, er den finansielle interdependens mellem de moderne økonomier, som er fremkommet på baggrund af den omfattende globalisering, der er sket.

Det er naturligvis vigtigt at forholde sig kritisk over for den teori, der bliver anvendt. For at sætte de to kriser i et andet perspektiv, er det derfor valgt at anvende Milton Friedman og Anna J.

Schwartz's teori, som en modsvarende teori til den post-keynesianske. Årsagen til dette valg er, at deres værk er særdeles anerkendt blandt økonomer. I deres analyse tages der udgangspunkt i en mere klassisk tilgang, hvor ligevægtsmodeller skaber rammen om analyserne. Ydermere tillægger monetaristerne den monetære sektor stor betydning, hvilket ligeledes er en af årsagerne til, at netop deres teori anvendes.

Når der i specialet tages udgangspunkt i den post-keynesianske teori, som har virkeligheden i centrum og lægger stor vægt på realisme, vil det være mærkværdigt ikke at inddrage empiri, som udtrykker den egentlige udvikling i samfundet. Der vil således i forbindelse med hændelsesforløbet inddrages empiriske data for perioderne omkring de to kriser med henblik på at sammenligne udviklingen i de økonomiske parametre i forbindelse med hændelsesforløbene. Da kriserne hovedsageligt er opstået i USA, vil der naturligvis blive anvendt data for de amerikanske nøgletal. Det vil desuden være relevant at inkludere data fra Storbritannien, da landet i 1930'erne ansås for at være verdens anden supermagt. Årsagen til, at disse data inddrages, er, at det kan tænkes, at kriserne har ramt de europæiske økonomier på en anden måde, end de har ramt USA, netop fordi de kontekstuelle forhold er forskellige. For at den empiriske gennemgang ikke udelukkende er baseret på redegørelse, vil der foretages en økonometrisk belysning af tre af de klassiske antagelser, henholdsvis; den kvantitetsteoretiske sammenhæng, Fishers relation og Philipskurvesammenhængen. Årsagen til dette er, at det ønskes at undersøge, om de tre antagelser er opfyldt, og hvis dette ikke er tilfældet, om det kan være årsagen til, at teorien kommer til kort.

Med udgangspunkt i de fire ovenstående teoretikere skabes der grundlag for den komparative analyse, hvor de to krisers forskelle og ligheder kan analyseres. På baggrund af de valgte teorier vil det være muligt at undersøge, om de to kriser og deres kontekst egentlig kan sammenlignes, eller om kriser i virkeligheden er unikke hændelser.

2.0 Økonomiske kriser

For senere i specialet at kunne analysere de to kriser, er det vigtig først at gøre det klart, hvorledes kriserne er forløbet. Der findes megen forskellig litteratur, som alt sammen beskriver de to kriser, der bliver belyst i specialet. Da de fleste forfattere til denne litteratur er økonomer, er det uundgåeligt, at litteraturen er præget af forfatterens teoretiske overbevisning. I det følgende vil der derfor blive redegjort for de to kriser med udgangspunkt i de rene kronologiske linjer i krisernes historiske forløb. Der lægges vægt på de hændelser, som i forskellig grad kan tænkes af have haft en betydning for de økonomiske udsving. Desuden vil der bringes en empirisk gennemgang af forløbene for at undersøge, hvordan hændelsesforløbet er kommet til udtryk i de økonomiske variable, og hvorledes denne empiriske udvikling stemmer overens med det beskrevne hændelsesforløb. Afslutningsvis vil tre klassiske antagelser testes for at undersøge, hvorvidt disse er opfyldt.

2.1 Den store depression

I dette afsnit vil der indledningsvis bringes en gennemgang af hændelsesforløbet omkring den store depression. Som en del af gennemgangen beskrives presset på guldstandarden, som nogle økonomer tillægger større eller mindre betydning for depressionens udvikling. Herefter betragtes empiriske data, hovedsageligt fra USA, hvor hændelsen opstod, og der inddrages ligeledes en kort gennemgang af britiske data, da Storbritannien på daværende tidspunkt ansås for at være verdens anden supermagt. Årsagen til, at Storbritannien inddrages er, at en betragtning af landet vil indikere, hvorvidt der på daværende tidspunkt var interdependens mellem økonomierne globalt. Med udgangspunkt i de amerikanske data vil der afslutningsvis foretages en økonometrisk analyse for at undersøge, om nogle af de økonomiske sammenhænge, som antages at være til stede, i et klassisk perspektiv er opfyldt.

2.1.1 Hændelsesforløb

I tiden efter første verdenskrig er en stor del af den vestlige verdens økonomier præget af ubalancer. Særligt i Vesteuropa, hvor krigen har fundet sted, er økonomierne hårdt ramt. Til trods for, at også USA har spillet en central rolle i krigen, er landets økonomi på ingen måde lige så hårdt ramt som de europæiske økonomier. En del af årsagen til dette er, at landet først indtræder i slutningen af krigen. Endvidere er USA så stort et land, at det er selvstændigt, både i forhold til primærproduktion og industriel udvikling.¹ Til trods for USA's selvstændighed, er den amerikanske økonomi også præget af en mild recession i begyndelsen af 1920'erne.

Efter den korte periode med økonomisk nedgang er den amerikanske økonomi atter i fremgang. En af årsagerne til dette er, at forbrugsmønstret ændrer sig. Forbrugerne begynder at være optimistiske omkring fremtiden og tør derfor at forbruge frem for at opspare. En anden begrundelse for fremgangen er, at der sker en mekanisering på mange områder, blandt andet inden for automobilindustrien, som boomer. Dette sker dels fordi det bliver mere udbredt at anvende maskineri inden for de primære erhverv, men også fordi det desuden bliver mere almindeligt, at privatpersoner får egen bil, hvilket skaber en stigende efterspørgsel efter motorkøretøjer. Den stigende fremgang i automobilindustrien breder sig som ringe i vandet og skaber nye beskæftigelsesmuligheder, eksempelvis produktion af reservedele, anlæg af veje og tankstationer. Kombinationen af den genfundne forbrugeroptimisme og mekaniseringen skaber et helt nyt marked for husholdningsartikler som radioer, køleskabe og støvsugere.² Efterspørgslen efter de dyrere forbrugsgoder gør det nødvendigt for forbrugerne at opsøge finansieringsmuligheder, og det bliver i denne sammenhæng mere udbredt at optage forbrugslån i bankerne.

Den stigende søgen efter finansieringsmuligheder gør sig ligeledes gældende i erhvervslivet, hvor virksomheder stræber efter at få finansieret nye investeringsprojekter. En oplagt mulighed for finansiering er aktiv anvendelse af aktiemarkedet, gennem børsnoteringer, emissioner og handel med aktier, som kommer til at fremstå som en let tilgængelig kilde til finansiering.³ Den stigende interesse for aktiemarkedet og den voksende optimisme i forbindelse med den samfundsmæssige

¹ Hobsbawn (1995): Kapitel 3.

² Kindleberger (1973): Side 60-61.

³ Kindleberger (1973): Side 75.

udvikling resulterer i, at der handles aktier på et langt højere niveau end tidligere. Dette medfører en stigende handelsvolumen, og således at aktiekurserne stiger til svimlende højder.⁴

1920'erne er ligeledes det årti, hvor Federal Reserve for alvor begynder at føre pengepolitik. Som tidligere nævnt er tyverne prægede af en smule økonomisk ustabilitet, som Federal Reserve forsøger at udligne ved at anvende aktiv pengepolitik. Disse tiltag lader til at have en positiv effekt på den økonomiske stabilitet, og Federal Reserve får således den opfattelse, at de har pengepolitikken i deres magt.⁵ En af forgangsmændene bag pengepolitikken i USA er præsidenten for Federal Reserve Bank of New York Benjamin Strong. I 1928 dør han, og hans post bliver overtaget af George L. Harrison. Mange økonomer har sidenhen tillagt Benjamin Strongs død skylden for de efterfølgende fejlagtige pengepolitiske beslutninger.⁶ Et eksempel på et pengepolitisk tiltag, der menes at have en negativ effekt på økonomien, er de rentestigninger, der bliver foretaget i 1928 og 1929, som bliver gennemført som et ønske om at sænke den markante prisudvikling på aktiemarkedet. Disse rentestigninger menes at påvirke de rentefølsomme erhverv, som i høj grad driver den samfundsøkonomiske udvikling. Eksempelvis bliver byggeriet og automobilbranchen hårdt ramt af rentestigningerne, hvilket medfører et efterspørgselsfald fra disse områder og således også fra de dertil knyttede brancher. Dette skaber naturligvis et fald i den aggregerede efterspørgsel i den amerikanske økonomi.⁷

I starten af 1929 begynder investorerne at miste troen på den økonomiske fremtid, og der opstår således ustabilitet på aktiemarkedet. Til trods for ustabiliteten fortsætter aktiekurserne deres himmelflugt, og Dow Jones-indekset når sin højeste kurs i september, som resultatet af en fordobling af kursen på to år. Torsdag den 24. oktober 1929, den såkaldte "Black Thursday", kolliderer det hele, og der breder sig panik på aktiemarkedet, hvilket resulterer i, at investorerne forsøger at trænge ud af markedet ved at sælge. Det stigende udbud af aktier og hermed faldende priser medfører, at det amerikanske aktiemarked krakker tirsdag den 29. oktober 1929, den såkaldte "Black Tuesday". Krakket på Wall Street skaber en række panikker i banksektoren i henholdsvis 1930, 1931 og 1933. Herunder opstår en stor mistillid til bankerne, og befolkningen forsøger at trække sine penge ud af den finansielle sektor, hvilket forårsager et insolvensproblem for selv de mest solvente banker. Det er særligt de sidste to bankkriser, som skaber problemer for bankerne og for den amerikanske økonomi, da bankerne har opbrugt sine reserver og har problemer med at komme i besiddelse af likviditet til at imødekomme efterspørgslen. Dette sætter pengemængden under et stort pres, da forholdet mellem rede penge og bankindlån bliver relativt større.⁸

Krakket på aktiemarkedet og følgerne heraf påvirker i høj grad befolkningens indstilling til fremtiden, hvilket resulterer i en markant ændring af forbrugsvanerne. Til trods for at befolkningen generelt ikke nødvendigvis har mistet ret mange penge på krakket, får hændelsen folk til at føle sig fattigere og til at miste optimismen omkring fremtiden.⁹

⁴ Kindleberger (1973): Side 58 og 108.

⁵ Parker (2010): Afsnit "Fed Policies in the 1920s".

⁶ Romer (2003): Side 4.

⁷ Romer (2003): Side 3.

⁸ Kindleberger (2003): Side 108 og 118.

⁹ Romer (2003): Side 3.

2.1.2 Guldstandarden

Det foregående afsnit præsenteres det kronologiske forløb af den store depression; det økonomiske opsving i midten af 1920'erne og overgangen fra den økonomiske overophedning til recessionen i 1930'erne. Sideløbende sker der dog en selvstændig hændelse; presset på guldstandarden, som tillægges forskellig betydning alt afhængigt af, hvilken økonomisk skole økonomien betragtes ud fra.

Den klassiske guldstandard antages at have eksisteret i perioden 1880 til 1914. I løbet af denne periode tager forskellige vestlige lande dette fastkursregime i anvendelse. Guldstandardens anses for at være en form for fastkursregime, hvor pengemængden er fastlagt på baggrund af mængden af guld. For at et valutaregime som dette kan fungere, er det påkrævet, at de involverede lande alle tager del i aftalen og overholder de regler, som er opstillet i forhold til regimet. Formålet med guldstandardens er, at pengemængden og hermed prisniveauet er stabilt på lang sigt. Årsagen til dette er, at der er en begrænsning for, hvor stor en mængde guld, der kan udvindes, og pengemængden kan således ikke vokse hurtigere, end gullet udvindes. Endvidere har fastkursregimet den betydning, at når et større antal lande er bundet af det, vil prisniveauet i disse lande følges ad, da der netop er et fast forhold mellem de inkluderede landes valutaer.¹⁰

Begrundelsen for, at guldstandardens medfører prisstabilitet i medlemslandene, er, at gullet flyder fra de lande, som har underskud på betalingsbalancen til lande med betalingsbalanceoverskud.¹¹ Et eksempel på denne mekanisme er, at i en situation, hvor den amerikanske økonomi rammes af en hændelse, som får den realøkonomiske vækst til at stige hurtigere end væksten i de resterende lande i samarbejdet, vil priserne i landet falde, da prisniveauet ikke er stabilt på kort sigt. Begrundelsen for prismet er, at den givne mængde guld nu skal fordeles på flere goder. Prismet resulterer i, at de amerikanske eksportvarer bliver relativt billigere, hvilket medfører, at efterspørgslen efter disse stiger. En stigende eksport medfører et amerikansk betalingsbalanceoverskud, som skaber en indstrømning af guld til landet og således en stigning i pengemængden. Stigningen i pengemængden får atter prisniveauet til at stige, imens de lande, som importerer de amerikanske varer har en udstrømning af guld, hvilket medfører at prisniveauet i disse lande vil falde. Ind- og udstrømningerne af guld medvirker således til, at det samlede prisniveau balanceres på tværs af landegrænserne.

Til trods for guldstandardens positive hensigter, er der dog nogle negative konsekvenser ved et sådant fastkursregime. En af disse konsekvenser er, at landenes økonomier bliver mere følsomme overfor økonomiske chok fra de resterende involverede lande. Årsagen til dette er, at økonomierne er tæt forbundede gennem guldstandardens, og økonomiske stød forårsaget af realøkonomiske ændringer vil således sprede sig til de andre økonomier. Guldstandardens medfører således stor ustabilitet på kort sigt men stabilitet på lang sigt. En anden negativ konsekvens ved guldstandardens er, at det i perioder med økonomisk ustabilitet er stort set umuligt for landene individuelt at modarbejde denne. Begrundelsen herfor er, at landene ikke har mulighed for at føre en individuel pengepolitik, som ellers i denne periode bliver anset som det eneste anvendelige reguleringsin-

¹⁰ Bordo (2005): Side 1 og 6.

¹¹ Bordo (2005): Side 8.

strument. Det er således svært for lande, der agerer under guldstandard, at modarbejde perioder med recession.¹²

På grund af den høje inflation i forbindelse med første verdenskrig kollapser den klassiske guldstandard som tidligere nævnt i 1914. Begrundelsen herfor er, at der ikke kan akkumuleres nok guld til at understøtte de stigende priser. Til trods for at guldstandard bryder sammen på grund af inflation, indføres den atter i 1925 under navnet "gold exchange standard" som et forsøg på at afhjælpe høj inflation og volatile valutakurser. En af forskellene mellem den klassiske og den nye guldstandard er, at gullet nu holdes i guldbarrer frem for i guldmønter. Desuden forsøges det under den nye guldstandard at økonomisere gullet, således at guldreserverne er store nok i tilfælde af, at høj inflation atter indtræffer. "The gold exchange standard" anvendes dog kun i en kortere årrække, indtil den atter kommer under pres i forbindelse med den store depression.¹³

Sammenfatning

Således en skildring af nogle af guldstandardens forløb, som siges at have haft stor indflydelse på udviklingen af den store depression. Friedman og Schwartz tillægger eksempelvis guldstandard stor betydning, da denne i princippet forhindrede USA i at føre pengepolitik, hvilket resulterer i, at pengemængden er under stort pres. De post-keynesianske økonomer lægger herimod større vægt på udviklingen på aktiemarkedet, der symboliserer ubalancen mellem værdien af aktierne og den reale sektors egentlige værdi, samt usikkerhed og den efterspørgselstilbagegang, der ses lige op til krakket på Wall Street og i perioden efter.

2.1.3 Empirisk afbildning af den store depression

Da der i specialet er valgt en post-keynesiansk indgangsvinkel, er det naturligt at betragte den ovenstående hændelse i et empirisk perspektiv og på den måde beskue virkeligheden, og hvordan den har udviklet sig. Der vil i det følgende derfor bringes en belysning af den store depression med afsæt i empiriske data for henholdsvis USA og Storbritannien. Der tages udgangspunkt i USA, da det er her, hændelsen er opstået, og Storbritannien er inddraget, både fordi landet på dette tidspunkt bliver betragtet som verdens anden supermagt, men også for at undersøge, om der er tegn på global interdependens mellem økonomierne på daværende tidspunkt. Variablene er udvalgt på baggrund af den ovenstående beskrivelse af hændelsesforløbet. For Storbritanniens vedkommende har det dog været særligt vanskeligt at finde data, hvilket kommer til udtryk i, at der her kun tages afsæt i tre variable.

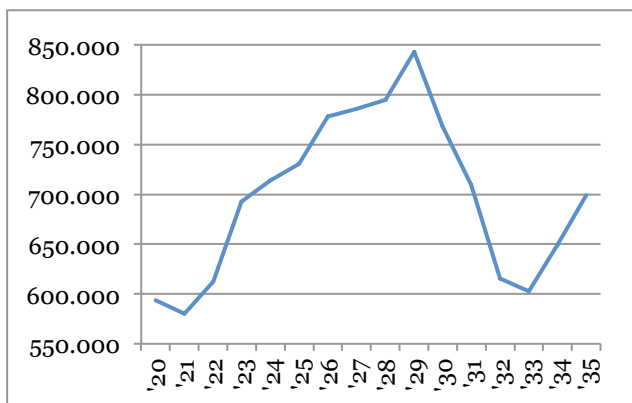
USA

Hændelsesforløbet, som er beskrevet i det foregående afsnit, bør være afspejlet direkte i udviklingen i det amerikanske bruttonationalprodukt. Det er således nærliggende at betragte de empiriske data for denne variabel. Figur 1 illustrer udviklingen i landets bruttonationalprodukt i perioden fra 1920 til 1935.

¹² Bordo: <http://www.econlib.org/library/Enc/GoldStandard.html>.

¹³ Bordo (2005): Side 14-15.

Figur 1: USA's bruttonationalprodukt



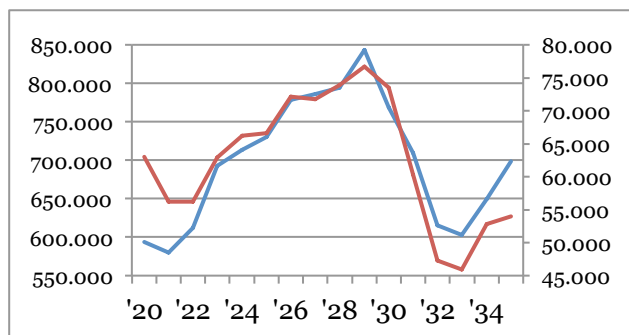
BNP er i denne figur angivet i millioner 1990 International Geary-Khamis-dollars.

Kilde: GGDC

Det fremgår af figuren, at bruttonationalproduktet ligger på et relativt lavt niveau i begyndelsen af 1920'erne, hvilket afspejler den førnævnte kortvarige, milde recession. Efter 1921 vender udviklingen, og USA oplever en forholdsvis høj vækst i bruttonationalproduktet i perioden frem til 1929, som er det år, hvor den økonomiske udvikling når sit højeste punkt. Årsagen til dette er som tidligere nævnt, at der opleves et økonomisk opsving, der ophører i forbindelse med krakket på Wall Street. I den efterfølgende periode frem til 1933 ses en periode med yderst negativ vækst, som kan tænkes at skyldes den efterfølgende usikkerhed i befolkningen, og at der i denne sammenhæng opstår negative forventninger til fremtiden. Herefter tegner det til, at økonomien atter er i bedring. Til trods for det dramatiske fald i bruttonationalproduktet i forbindelse med børskrakket er værdien heraf i 1933 dog højere end niveauet i 1921, hvor økonomien ligeledes var ramt af recession.

En variabel der ofte betragtes i sammenhæng med bruttonationalproduktet er forbruget, da den økonomiske udvikling er påvirket af forbruget, og forbruget ligeledes har en effekt på denne. Det er i denne forbindelse interessant at iagttage udviklingen i det private forbrug, som er afbildet i figur 2. Figuren viser det amerikanske forbrug og bruttonationalprodukt i perioden 1920 til 1935. Det fremgår af figuren, at der er et fald i det private forbrug i begyndelsen af 1920'erne, hvilket stemmer overens med den milde recession, der før er beskrevet. I den efterfølgende periode ses en drastisk stigning i forbruget, hvilket kan begrundes med den førnævnte økonomiske fremgang og i denne sammenhæng det ændrede forbrugsmønster i den amerikanske befolkning. I forbindelse med krakket på Wall Street og den efterfølgende negative økonomiske udvikling, kan det iagttages, at forbruget ligeledes falder i denne periode. Det er interessant, at udviklingen i forbruget ikke er påvirket i ligeså høj grad af den milde recession, som det er i tilfældet med den store depression.

Figur 2: BNP og privatforbrug

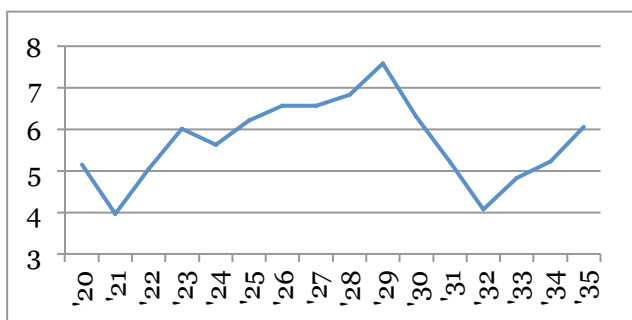


Den blå kurve angiver det amerikanske bruttonationalprodukt og den røde afspejler det amerikanske forbrug.

Kilde: GGDC og NBER

Som det er beskrevet i redegørelsen for hændelsesforløbet af den store depression, tillægges den industrielle produktion en stor betydning for opsvinget i 1920'erne, og det er således relevant at betragte udviklingen i denne variabel.

Figur 3: Industriel produktion



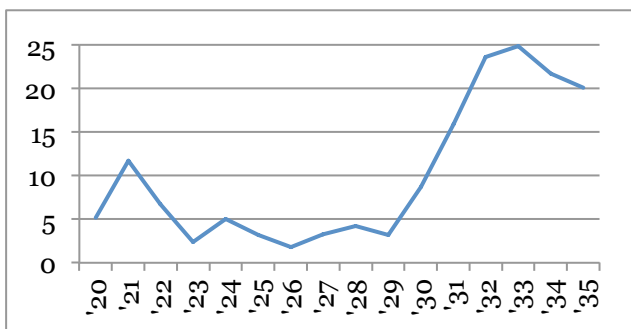
Den industrielle produktion er angivet som et indeks, hvor 2007=100, desuden er dataene sæsonkorrigerede.

Kilde: FRED

Udviklingen inden for den industrielle produktion ses i figur 3. Ligesom i de tidligere nævnte data viser der sig et fald i produktionen i forbindelse med den førnævnte recession i begyndelsen af 1920'erne. I den efterfølgende periode ses en relativt stejl stigning, som dog efter 1923 aftager i fart men fortsætter den positive udvikling frem til 1929. Efter krakket på Wall Street kan der iagttages et drastisk fald, som bringer den industrielle produktion ned på et niveau, der ligger tæt på det der ses i 1921. Til trods for det drastiske fald, lader det til, at denne variabel hurtigt kommer sig oven på depressionen. Årsagen til dette kan tænkes at være den pengepolitik, der bliver ført i perioden, som medfører en lav rente i årene fra slutningen af 1930 og frem, hvilket kan ses i figur 6.

Den øgede økonomiske aktivitet i 1920'erne medvirker til, at der skabes beskæftigelsesmuligheder, hvilket nødvendigvis må afspejles i ledigheden i denne periode. Udviklingen i ledigheden i perioden 1920 til 1935 kan ses i figur 4.

Figur 4: Ledighed



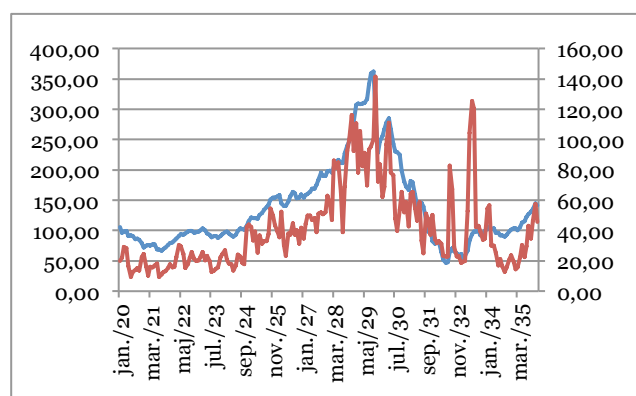
Ledigheden er i denne 5 angivet som procent af den samlede amerikanske arbejdsstyrke.

Kilde: NBER

Det fremgår af figuren, at den førnævnte milde recession i begyndelsen af 1920'erne også i dette tilfælde påvirker variabelen, hvilket kommer til udtryk i en stigning i ledigheden i 1921. Herefter falder ledigheden atter og stabiliserer sig indtil den økonomiske situation vender i 1929, hvilket får ledigheden til at stige kraftigt. Denne ledighedsstigning stemmer overens med ændringerne i henholdsvis forbruget, den industrielle produktion og bruttonationalproduktet.

En anden central faktor i forbindelse med redegørelsen for den store depression og forløbet op til denne hændelse, er udviklingen på aktiemarkedet, herunder både i kurs og handelsvolumen. Forløbet i disse to faktorer i perioden 1920 til 1935 er afbildet i figur 5.

Figur 5: Aktiemarkedet



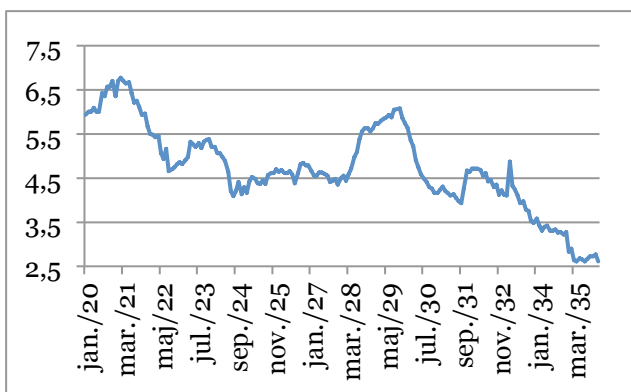
Den blå kurve angiver udviklingen i kursen på Dow Jones-indekset og den røde kurve angiver handelsvolumen, som er antal millioner solgte aktier.

Kilde: NBER

En af de pointer, der er fremhævet i redegørelsen for hændelsesforløbet, er, at der i 1920'erne opstår en stor interesse for aktiemarkedet både i kraft af handel for at opnå profit, men også fordi virksomhederne får øjnene op for de finansieringsmuligheder, som aktiemarkedet skaber for dem. Betragtes figur 5 ses det, at handelsvolumen, som er angivet som den røde kurve på den højre y-akse, har en stigende tendens i perioden fra 1920 og frem til børskrakket i 1929, hvor handelsvolumen når sit hidtil højeste niveau. I perioden efter krakket på Wall Street ses en klar aftagende tendens, som kan tænkes at afspejle, at investorerne har mistet den positive tro på fremtiden og på det udbytte, der før i tiden har kunnet opnås. De samme tendenser ses i prisen på Dow Jones-indekset, som ligeledes er afbildet i figuren. Årsagen til dette er, at prisen på aktierne afhænger af udbuddet og efterspørgslen på markedet, hvilket betyder at en høj handelsvolumen medfører en høj pris. Det kan dog tænkes, at den modsatte sammenhæng kan forekomme. Dette kan forklares med udgangspunkt i selve hændelsen på Wall Street, hvor der bliver skabt panik, og investorerne derfor ønsker at sælge deres værdipapirer, mens der stadig er en høj profit at opnå. Investorernes ønske om salg medfører, at der skabes et overudbud af aktier på markedet, som således medfører et prisfald. Med afsæt i denne forklaring, kan det tænkes, at den positive sammenhæng mellem kurs og handelsvolumen forekommer i opgangsperioder, hvor investorernes forventninger til fremtiden er positive, mens den negative sammenhæng kan tænkes at forekomme i nedgangsperioder, hvor investorernes handlinger er påvirket af negative forventninger til den mulige profit.

Den drastiske udvikling på aktiemarkedet begynder i slutningen af 1920'erne at bekymre de amerikanske politikere, hvilket er en medvirkende årsag til, at de vælger at hæve renten i årene fra 1928-1929. Årsagen til dette er, at politikerne har en forventning om, at en øget rente vil gøre det dyrere for investorerne at få adgang til likviditet til værdipapirhandel, hvilket vil sænke handelsvolumen på aktiemarkedet. Betragtes figur 5, hvor aktiemarkedet er afbildet, kan det tyde på at den øgede rente har den forventede effekt på handelsvolumen. Den faldende handelsvolumen kan dog også skyldes, at investorernes forventninger til markedet ændres, idet de rentefølsomme virksomheder påvirkes negativt af en højere rente.

Figur 6: Renteudviklingen



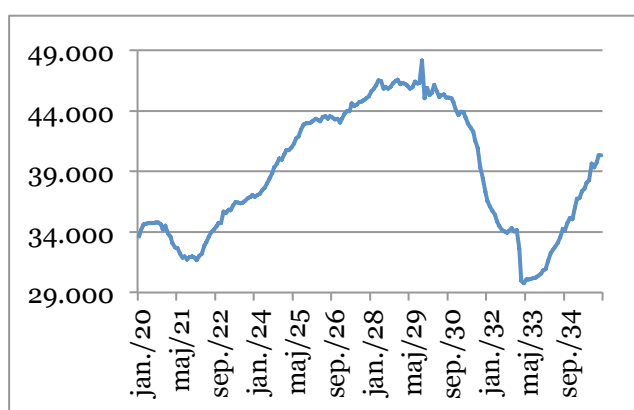
Kurven angiver pengemarkedsrenten for Federal Reserve Bank of New York.

Kilde: NBER

Figur 6 viser udviklingen i pengemarkedsrenten i perioden fra 1920 til 1935. Fra 1923 frem til 1928 fremgår det af figuren, at renten ligger på et forholdsvis stabilt niveau. Det førnævnte renteindgreb i 1928 og 1929 kommer tydeligt til udtryk. I slutningen af 1929, efter børskrakket på Wall Street, ses et markant fald i renten, en tendens der ses frem til slutningen af 1935. Årsagen til dette rentefald kan tænkes at være et udtryk for den pengepolitik, som Federal Reserve fører, i et forsøg på at holde hånden under økonomien og på den måde afværge en dyb recession eller blot, et resultat af, at pengemængden kommer under pres.

Som det fremgår af redegørelsen for den store depression, anses pengepolitik på daværende tidspunkt for at være det mest effektive instrument til økonomisk stabilitet. Pengepolitik består som oftest af renteændringer samt åbne markedsoperationer, der påvirker pengemængden. Det er i denne forbindelse således interessant at betragte udviklingen i den amerikanske pengemængde, M2, der er defineret som rede penge, som er holdt af folket, samt de kommercielle bankers tids- og anfordringsindskud.¹⁴

Figur 7: Pengemængde



Kurven afbilder den amerikanske pengemængde i millioner US-dollars.

Kilde: Friedman & Schwartz (1963)

Figur 7 afbilder udviklingen i den amerikanske pengemængde i perioden 1920-1935. Det fremgår af figuren, at pengemængden sættes under pres i forbindelse med den milde recession i begyndelsen af 1920'erne. Efter denne tilbagegang følger pengemængden den økonomiske udvikling, der ses i perioden frem til krakket på Wall Street i 1929. I den efterfølgende periode ses et fald i den amerikanske pengemængde, hvilket dog først bliver rigtig markant i forbindelse med anden bankkrise i 1931. I løbet af 1932 lader det til, at der kortvarigt opstår en stabilisering af pengemængden, der dog ophører i forbindelse med den tredje bankkrise i 1933, hvor pengemængden når sit laveste niveau i perioden.

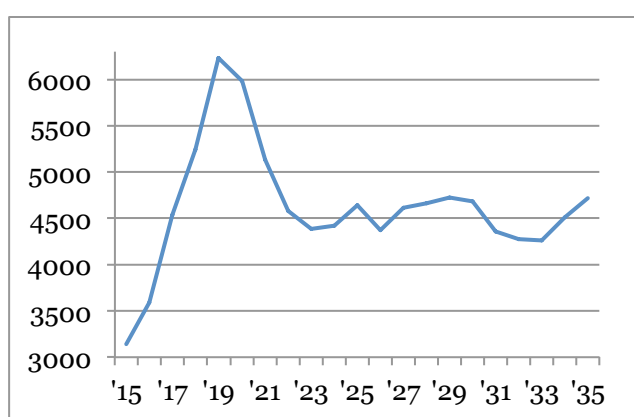
¹⁴ Friedman & Schwartz (1963): Side 710.

Storbritannien

Den empiriske afbildning af Storbritannien tager udgangspunkt i en periode, der er fem år længere, end den betragtede periode for USA. Begrundelsen for dette er, at Storbritannien har haft en større involvering i første verdenskrig, hvilket naturligvis afspejles i de anvendte data. For at få et bedre helhedsindtryk af udviklingen i Storbritannien ses det derfor nødvendigt at inddrage de ekstra år.

Storbritannien er naturligvis ikke omfattet af samme hændelsesforløb som USA, men til trods for dette kan det være interessant at betragte udviklingen i det britiske bruttonationalprodukt, for at undersøge, hvorvidt de hændelser, som er sket i USA, ligeledes har haft en betydning for den økonomiske udvikling i Storbritannien.

Figur 8: UK's bruttonationalprodukt

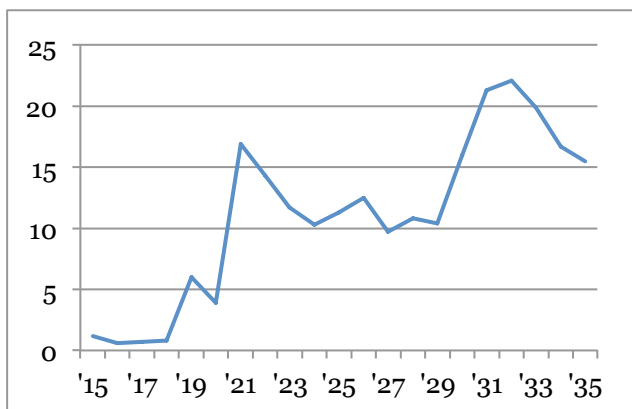


BNP er i denne figur angivet i millioner £.

Kilde: Chick & Pettifor (2010)

Figur 8 afbilder Storbritanniens bruttonationalprodukt i perioden fra 1915 til 1935. I årene 1918 og 1919 ligger bruttonationalproduktet på et relativt højt niveau. Årsagen til dette kan tænkes at være, at Storbritanniens produktion ekspanderer igennem krigstiden, da det er nødvendigt at producere både generelle forbrugsgoder men også goder til krigsførelse. En anden årsag til den høje vækst i krigstiden kan formodes at være, at kvinderne bliver presset ud på arbejdsmarkedet for at varetage de jobs, som de udstationerede soldater ikke kan varetage. Fra 1920 og frem til 1923 ses et drastisk fald i Storbritanniens bruttonationalprodukt. Dette kan tænkes at skyldes, at en del af den ekstra produktionsindsats, der var nødvendig under krigen, ophører. Endvidere er efterkrigstiden præget af ekstra udgifter eksempelvis til behandling af sårede soldater og andre krigsskader. Det fremgår af figuren, at der efter 1923 forekommer en stagnation i den britiske økonomi, hvilket medfører, at der ikke ses de store udsving i bruttonationalproduktet. Krakket på Wall Street i slutningen af 1929 kan aflæses i udviklingen, idet der sker et yderligere fald i 1930, dog er den procentvise ændring, som ses i Storbritannien langt fra lige så stor som den, der ses i USA i samme periode. Efter 1933 er den britiske økonomi atter i bedring, men det fremgår, at bruttonationalproduktet på dette tidspunkt fortsat er langt fra det niveau, der sås efter første verdenskrig.

Figur 9: Ledighed



Ledigheden er i denne figur angivet som procent af den forsikrede arbejdsstyrke.

Kilde: Chick & Pettifor (2010).

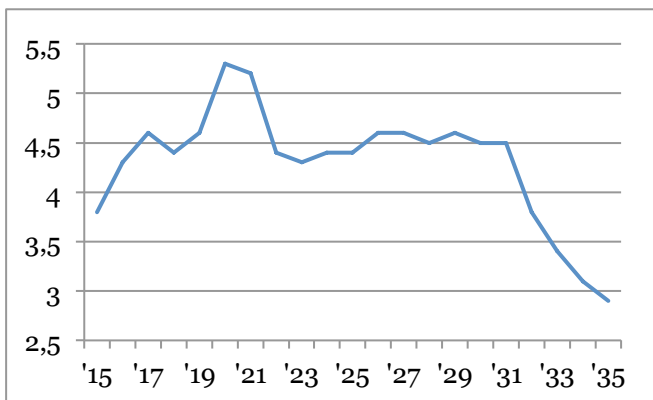
Som i tilfældet med USA er det også for Storbritannien centralt at betragte udviklingen i ledigheden i den angivne periode, som er afbildet i figur 9. Det fremgår af figuren, at ledigheden i perioden under første verdenskrig er ekstremt lav. Dette stemmer overens med det, der blev påpeget i gennemgangen af det britiske bruttonationalprodukt; at mændene er indkaldt til kamp, og at der derfor er brug for kvinderne på arbejdsmarkedet. Efter krigens afslutning i 1918 ses en stigende tendens i arbejdsløsheden frem til 1921, hvor ledigheden når sit hidtil højeste niveau. Årsagen til dette kan tænkes at være, at de mænd, som vender hjem fra krigen atter er til rådighed for arbejdsmarkedet, men at der ikke nødvendigvis er arbejde for dem at få. Denne udvikling stemmer ligeledes overens med udviklingen i bruttonationalproduktet, som ses i figur 8. Dette betyder, at arbejdsmarkedet bliver påvirket af en dobbelteffekt, hvor udbuddet af arbejdskraft stiger, men efterspørgslen falder som et resultat af den aftagende produktion. Efter ledigheden har toppet falder den frem til 1923, hvorefter den ligger på et forholdsvis stabilt niveau frem til 1929. Dette kan ses i sammenhæng med udviklingen i bruttonationalproduktet, som stabiliseres i samme periode. I 1930 stiger ledigheden drastisk, hvilket kan ses som en følge af krakket på Wall Street og den recession, det medfører i Storbritannien. Det fremgår dog, at stigningen i ledigheden er langt mere drastisk end faldet i bruttonationalproduktet.

Ligesom i USA kan renten i Storbritannien give en illustration af de pengepolitiske tiltag, der er foretaget i perioden. Det er således centralt at inddrage udviklingen i denne variabel, som fremgår af figur 10.

Da guldstandarden bryder sammen i 1914, får den britiske stat frie tøjler til at foretage de pengepolitiske indgreb, som den finder nødvendigt. Dette kan tænkes at være en af årsagerne til de rentefluktuationer, der fremgår af figur 10 i perioden frem til 1925. Som det er nævnt tidligere blev samarbejdet omkring guldstandarden genoptaget i 1925, hvilket således kan formodes at være årsagen til at den britiske rente forholder sig stabilt herefter. I 1931 ses et kraftigt fald i renten, og årsagen til dette kan være, at Storbritannien grundet et kraftigt spekulationspres mod det britiske pund er tvunget til at udtræde af guldstandardssamarbejdet. En naturlig reaktion på et spekulati-

onspres kan være at sænke renten og hermed undgå en stor indstrømning af likviditet til landet, hvilket kan tænkes at være årsag til den udvikling, der fremgår af figuren.

Figur 10: Den britiske renteudvikling



Renten er i denne figur angivet som et estimat fra "Sidney Homer's History" figur 59.

Kilde: Chick & Pettifor (2010)

Sammenfatning

Efter gennemgangen af de empiriske data fra USA og Storbritannien i forbindelse med den store depression tegner der sig et billede af, at der er overensstemmelse mellem det beskrevne hændelsesforløb og analysen af empirien. Det er dog vigtigt at være varsom omkring anvendelsen af denne. I denne sammenhæng er dataene næsten 100 år gamle, og det er således svært at vurdere, hvor pålidelige de er, da det eksempelvis er uklart, hvordan de er indsamlet. Endvidere er det altid problematisk at underbygge udsagn med data, da disse kan fortolkes på flere måder, og der kan være mange forskellige forklaringer på de udsving, der forekommer i variablene. Ikke desto mindre er det her valgt at have tiltro til den anvendte empiri og den ovenstående fortolkning af denne. Med udgangspunkt i datagennemgangen tyder det således på, at der er tegn på interdependens mellem landene. Til trods for at Storbritannien ikke bliver ramt af krisen på samme måde som USA, lader det til at landet påvirkes af den udvikling, der sker i USA. En af årsagerne til at Storbritannien bliver påvirket af hændelsen i USA kan være, at landene begge fra 1925 og frem indgår i samarbejdet omkring guldstandarten, hvilket kan have været med til at forstærke interdependensen.

2.1.3.1 Økonometrisk belysning

For at den empiriske gennemgang ikke udelukkende består af en empirisk betragtning af de økonomiske variable, er det nærliggende at anvende nogle af de empiriske variable fra USA i forsøget på at verificere eller falsificere nogle af de grundlæggende antagelser, som klassikerne anvender som udgangspunkt for deres teoretiske tilgang, og som hermed ligger til grund for Friedman og Schwartz' kvantitetsteoretiske forståelse. Årsagen til, at det er den monetaristiske tilgang, som de

økonometriske beregninger tager udgangspunkt i, er, at disse sammenhænge er beskrevet gennem matematiske ligninger, hvilket gør det nemt at gribe dem an. Skulle der herimod foretages økonometriske beregninger med udgangspunkt i post-keynesiansk teori, ville dette være en yderst kompliceret affære, da sammenhængene inden for denne skole ikke ville være lige så simple at opstille, og at det i nogle tilfælde ville være umuligt, netop fordi usikkerheden spiller så stor en rolle. De tre teoretiske elementer, der er valgt at belyse i forbindelse med den økonometriske gennemgang er henholdsvis kvantitetsteorien, Fishers relation og Philipskurven.

Grundet pladsmangel i specialet er gennemgangen af de økonometriske beregninger og resultaterne heraf flyttet til Appendiks afsnit 10.2.1. Dette medfører, at der i dette afsnit blot vil bringes en kort sammenfatning af resultaterne.

Det fremgår af den økonometriske gennemgang, at to af de tre valgte antagelser, som ligger til grund for klassikernes opfattelse af den monetære sektor, ikke kan afvises. I forbindelse med kvantitetsteorien viser resultatet af beregningen, at pengemængden og prisniveauet påvirker hinanden indbyrdes, men at det er pengemængden, der i højeste grad påvirker prisniveauet, hvilket stemmer overens med den klassiske antagelse. Dog er forklaringsgraden i denne model ikke af en betydelig størrelse, hvilket tyder på, at der er andre faktorer, der i højere grad påvirker prisniveauet. Det kan med udgangspunkt i afbildningen af inflationsraten mod ledighedsraten ikke afvises at der forekommer en klassisk Philipskurvesammenhæng i perioden. Der skal dog tages højde for, at denne sammenhæng ikke eksisterer i starten og slutningen af den observerede periode. I tilfældet med Fishers relation, der antager at realrenten er konstant, kan denne uden tvivl afvises, da der ikke er noget der tyder på, at realrenten er konstant, eller at der er en konstant sammenhæng mellem den nominelle rente og inflationstakten. Med udgangspunkt i denne økonometriske gennemgang af de empiriske data, kan der således stilles spørgsmålstejn ved fundamentet for den klassiske teori, da det blot er Philipskurvesammenhængen, der er opfyldt på en overbevisende måde.

2.2 Den finansielle krise

Som i tilfældet med den store depression, vil der i dette afsnit bringes en gennemgang af hændelsesforløbet omkring den seneste finansielle krise, hvorefter de empiriske data vil betragtes og analyseres økonometrisk.

2.2.1 Hændelsesforløb

Den seneste finansielle krise antages at have sin begyndelse efter it-boblen og terrorangrebet i 2001. I tiden efter disse to hændelser ser Federal Reserve det nødvendigt at sænke renten til et ekstremt lavt niveau for at undgå recession som følge af hændelserne.¹⁵ Efter it-boblen fremstår aktiemarkedet som et usikkert sted at investere, og en større del af befolkningen vælger derfor at vende sig mod boligmarkedet, da dette fremstår som det sikreste sted at investere penge.¹⁶

¹⁵ Allen & Carletti (2010): Side 5.

¹⁶ Whalen (2008): Side 101.

Kombinationen af den lave rente og den sikkerhed, som boligmarkedet lader til at tilbyde, skaber en stor efterspørgsel efter boliger. Den stigende efterspørgsel på boligmarkedet medfører stigende priser, hvilket resulterer i, at flere ønsker at få del i det afkast, der kan opnås igennem boliginvesteringer. Bankerne, som udsteder realkreditlån til den lave rente, ønsker også at få del i den profit, der er at finde på boligmarkedet. For at opnå del i denne profit, må bankerne være innovative og skabe nye finansielle produkter, som fuldstændig ændrer den måde, realkreditindustrien fungerer på.¹⁷

Måden, hvorpå bankerne formår at gøre de illikvide realkreditlån til profitable værdipapirer, er, at de inden for tredivende dage har mulighed for at sælge lånene til investeringsbanker. Bankerne behøver således ikke at bekymre sig om, hvorvidt kunderne misligholder låneaftalerne, da de bare skal have likviditet til at betale det første afdrag.¹⁸ Investeringsbankerne, som har opkøbt realkreditaftalerne af bankerne, inddeler disse i pakker, hvor gode og dårlige låneaftaler blandes. Det, at lån af forskellig kvalitet bliver samlet i pakker, gør at værdipapirerne, som er skabt med udgangspunkt i pakkerne bliver ugenomsigtige. Det bliver således svært for de kunder, der køber værdipapirerne at vurdere, hvad de har investeret i.¹⁹

Pakkerne bliver herefter risikovurderet af eksterne bureauer, som tildeler pakkerne en rating, der afspejler den risiko, som pakken forventes at indebære. Problemet med denne procedure er, at det er investeringsbankerne, der betaler ratingbureauerne for at udføre vurderingsarbejdet, og ikke de, som efterfølgende køber lånepakkerne. Denne metode resulterer i, at der skabes et incitament for ratingbureauerne til at risikovurdere lånepakkerne bedre, end det nødvendigvis er tilfældet.²⁰ Med udgangspunkt i risikovurderingen videresælger investeringsbankerne værdipapirerne til investorer, som er på udkig efter et sikkert afkast.²¹

Den innovative udvikling på realkreditområdet og det, at bankerne ikke behøver at tage hensyn til, at kunderne misligholder deres lån, samt at de bankansatte bliver aflønnet efter hvor mange lån de udsteder, medfører, at bankerne tilbyder lån til mindre kreditværdige kunder, hvilket skaber et yderligere opadgående pres på boligpriserne som følge af en øget efterspørgsel.

I år 2006 brister boligboblen i USA, hvilket medfører, at størrelsen af bankernes udlån overstiger den egentlige værdi af de boliger, udlånene repræsenterer. Dette betyder, at bankerne bliver teknisk insolvente. For at undgå et overordnet solvensproblem i den finansielle sektor, finder Federal Reserve det nødvendigt at infusionere kapital i sektoren. Problemet med en insolvent finansiell sektor er, at det i sidste ende vil ramme realøkonomien og hermed kan medføre recession. Efter Federal Reserve har indskudt kapital i den finansielle sektor i en periode på et par år, må forsøget på at holde hånden under sektoren opgives, hvilket medfører at Lehman Brothers, som den første bank i USA, går konkurs i september 2008.²²

Lehman Brothers' konkurs resulterer i en tillidskrise imellem bankerne. Begrundelsen for denne tillidskrise er, at bankerne frygter at samarbejde med andre banker, i tilfælde af at disse er insol-

¹⁷ Allen & Carletti (2010): Side 3.

¹⁸ Davidson (2008): Side 6.

¹⁹ Allen & Carletti (2010): Side 3 og 4.

²⁰ Allen & Carletti (2010): Side 4.

²¹ Davidson (2008): Side 7.

²² Allen & Carletti (2010): Side 2.

vente eller videregiver dårlige låneaftaler. Tillidskrisen resulterer således i, at hele den finansielle sektor fryser til, hvilket påvirker den reale sektor, som pludselig ikke har mulighed for at optage lån. Krisen i den finansielle sektor påvirker endvidere den private befolkning, som ligeledes får problemer med at optage lån. Desuden mister befolkningen tilliden til banksektoren efterhånden som krisen tager til, og flere banker krakker. Som under den store depression får den seneste finansielle krise fremtiden til at fremstå mere usikker, end den hidtil har gjort. Dette medfører at befolkningens forbrugsmønster ændrer sig, idet de foregående års forbrugsfest er slut, og at befolkningen dermed er mere tilbageholdende med forbruget.²³

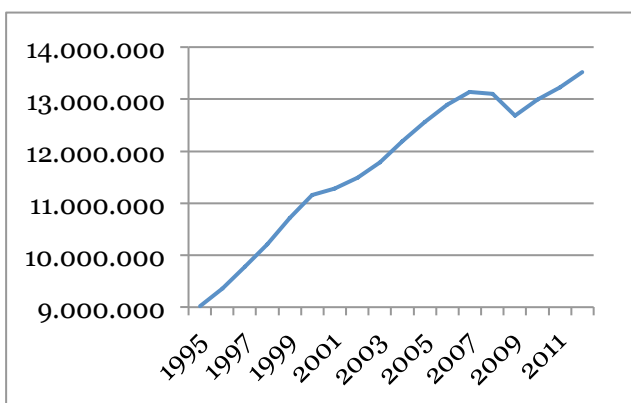
2.2.2 Empirisk afbildning af den finansielle krise

I dette afsnit vil der, som i tilfældet med den store depression, bringes en empirisk gennemgang af centrale data i forbindelse med den seneste finansielle krise. Variablene er udvalgt med afsæt i det beskrevne hændelsesforløb og omfatter de data, der findes relevante i forhold til dette. Der tages udgangspunkt i data for perioden 1995 til 2011 eller 2012 fra henholdsvis USA og Storbritannien. Årsagen til, at USA er valgt, er ligesom tidligere, at det er her hændelsen er opstået. Storbritannien er inddraget, fordi det er det land, der tidligere er anvendt, og for at se, hvor stor en effekt krisen har haft på andre lande og dermed undersøge om interdependensen er blevet større i den moderne økonomi.

USA

For at undersøge, hvorvidt det beskrevne hændelsesforløb kommer til udtryk i de empiriske data, er det væsentligt at iagttage udviklingen i USA's bruttonationalprodukt, som fremgår af figur 11.

Figur 11: Bruttonationalprodukt



BNP er i denne figur angivet i millioner US-dollars i faste priser.

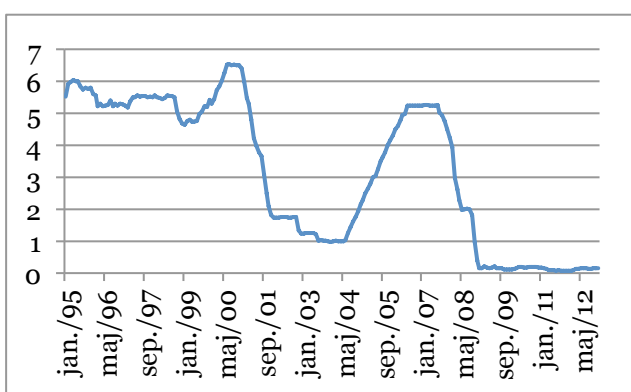
Kilde: OECD

²³ Allen & Carletti (2010): Side 9.

Den ovenstående figur illustrerer udviklingen i bruttonationalproduktet i perioden fra 1995-2012, og det fremgår, at den generelle tendens i bruttonationalproduktet frem til 2007 er kraftigt stigende. Denne udvikling er kun afbrudt i 2000 og 2001, hvor landet rammes af to hændelser, henholdsvis it-boblen og terrorangrebet den 11. september, hvor udviklingen i bruttonationalproduktet ikke er i lige så stor fremgang som i den øvrige del af perioden. I 2006 brister boligboblen, hvilket skaber problemer i den finansielle sektor. Dette afspejles dog først i bruttonationalproduktet i 2007, hvor ustabiliteten i den finansielle sektor breder sig til den reale sektor. Kulminationen af krisen kan ses i 2008 og 2009, hvor udviklingen i bruttonationalproduktet er negativ. Herefter stiger bruttonationalproduktet igen, og det ser ud som om, at væksten næsten ligger på et lige så højt niveau som før krisen.

Et af de tiltag, som den amerikanske stat udarbejder i forbindelse med de to hændelser, der forekommer i begyndelsen af 2000, er at sænke renten for herigennem at undgå, at hændelserne får indflydelse på den realøkonomiske udvikling, herunder udviklingen i bruttonationalproduktet. Det er således interessant at betragte pengemarkedsrenten, for at se om der overensstemmelse mellem tiltaget og dets effekt.

Figur 12: Renten



Renten er i denne figur angivet som den amerikanske pengemarkedsrente i procent.

Kilde: OECD.

Figur 12 afbilder den amerikanske renteutvikling i perioden fra 1995 til 2012. Det fremgår, at renten i perioden fra 1995 til slutningen af 2000 ligger på et relativt stabilt niveau. Ultimo 2000 begynder renten at falde, hvilket stemmer overens med den indsats, der i første omgang bliver gjort i forbindelse it-boblen, og som senere fortsætter i sammenhæng med den 11. september 2001. I 2003 og 2004 ligger pengemarkedsrenten på sit hidtil laveste niveau i den betragtede periode, hvorefter der sker en drastisk ændring, og renten stiger til det niveau, der sås i slutningen af 1990'erne. Det kan tænkes, at årsagen til den markante rentestigning er, at staten forsøger at afværge den overophedning, som stille og roligt begynder at vise sig i økonomien og særligt på boligmarkedet.

Efter den drastiske stigning i renten, ligger denne på et konstant niveau over en periode på omtrent et år, hvorefter den falder drastisk. Årsagen til rentefaldet kan tænkes at være, at det netop

er på dette tidspunkt, at problemerne i den finansielle sektor breder sig til den reale sektor, og at staten derfor ser det nødvendigt at forsøge at afværge krisen ved at skabe incitament for den reale sektor til at investere. Rentefaldet resulterer i, at renteniveauet i slutningen af den betragtede periode ender på et stabilt niveau lige over nul. Begrundelsen for dette kan formodes at være, at staten ønsker at opløse den tillidskrise, der opstået mellem bankerne ved at nedbryde samtlige barrierer, der kan være medvirkende til hæmme udviklingen.

Den positive udvikling i bruttonationalproduktet og den lave rente får som tidligere beskrevet boligpriserne til at stige. Boligmarkedet får skylden for opbygningen af den ustabilitet i den finansielle sektor, som ligger til grund for krisen. Det er således relevant at betragte prisudviklingen på det amerikanske boligmarked, og på den måde at få tegnet et billede af, hvordan den egentlige udvikling har været.

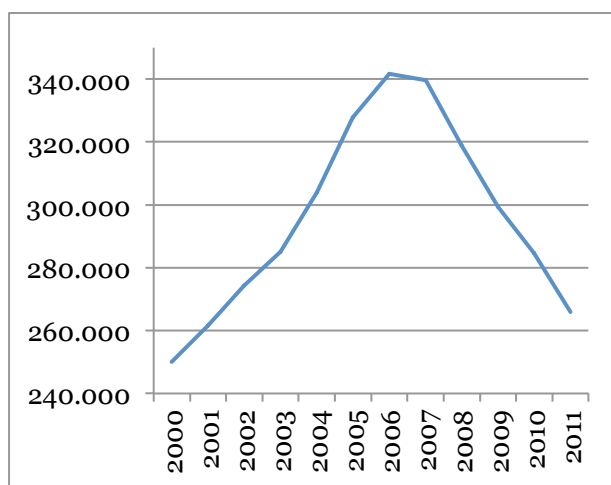
Tabel 1: Boligprisændringer

År	Ændring
2001	4,7
2002	4,8
2003	3,9
2004	6,7
2005	7,8
2006	4,2
2007	-0,6
2008	-6,1
2009	-5,4
2010	-4,9
2011	-6,6

Dataene i tabellen angiver ændringen i procent i de amerikanske boligpriser fra det foregående år til det pågældende.

Kilde: OECD.

Figur 13: Hypotetisk bolige eksempel



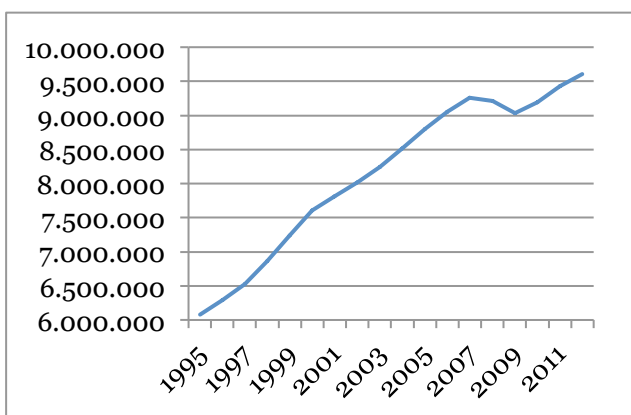
Grafen afbilder et hypotetisk eksempel på prisudviklingen i en bolig, der koster 250.000 \$US i år 2000.

Tabel 1 viser den årlige procentvise ændring i de amerikanske boligpriser i perioden fra 2001-2011. Det fremgår af tabellen, at boligpriserne har været stigende frem til 2005, hvorefter stigningen aftager i 2006 og herefter vender til en negativ udvikling fra 2007 og frem. Denne udvikling stemmer overens med det beskrevne hændelsesforløb. For bedre at kunne skildre udviklingen på boligmarkedet er der opstillet et hypotetisk prisseksempl, som viser, hvordan prisen på en bolig til 250.000 dollars udvikler sig gennem perioden. Det hypotetiske eksempel er afbildet i figur 13. Umiddelbart lader det ikke til, at personer, der har købt bolig i begyndelsen af perioden og har beholdt den perioden ud, har tabt penge. Problemet er blot, at mange vælger at købe bolig i opgangstiden, hvor der er stor optimisme omkring fremtiden og det ikke forventes, at prisudviklin-

gen vender. Det er netop disse personer, der får problemer, med at vedligeholde deres låneaftaler, da prisen på deres boliger falder til et lavere niveau end købsprisen.

Det private forbrug er en indikator for den økonomiske aktivitet, da det ofte antages, at forbruget er højt i en periode med økonomisk opgang og tilsvarende lavt i en periode med recession. Det er således interessant at iagttage udviklingen i forbruget i den betragtede periode for hermed at undersøge, hvorvidt dette udsagn er sandt.

Figur 14: Privatforbrug



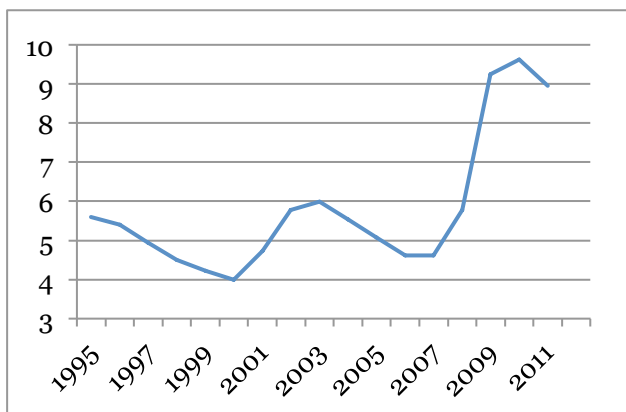
Grafen i figuren angiver det private forbrug i millioner US-dollars.

Kilde: OECD.

Figur 14 afbilder udviklingen i det private forbrug i perioden 1995 til 2012. Det kan ses i figuren, at forbruget har været støt stigende i perioden frem til 2007. Fra 2007 og frem til 2009 ses et relativt lille fald i privatforbruget, hvorefter der atter ses en stigning i variabelen. Faldet i forbruget fra 2007 til 2009 skal ses i sammenhæng med finanskrisen, hvor forbrugerne er blevet usikre omkring fremtiden og derfor er mere tilbageholdende. Hvis udviklingen i privatforbruget sammenlignes med udviklingen i bruttonationalproduktet, som er afbildet i figur 11, ses det, at de to grafer er relativt ens. Der er dog den forskel, at afmatningen i forbindelse med it-boblen og terrorangrebet i 2001, ikke i lige så høj grad kommer til udtryk i forbruget, som den gør i bruttonationalproduktet. Det, at de to kurver i stort set er identiske, kan tænkes at hænge sammen med, at det private forbrug udgør en relativt stor andel af bruttonationalproduktet, og at de to variable således påvirker hinanden indbyrdes.

En af de faktorer, der oftest bliver ramt, når en krise indtræffer, er beskæftigelsen, da denne i høj grad afhænger af produktionen og hermed bruttonationalproduktet. Endvidere antages det ofte, at ledigheden påvirker forbruget negativt, og da det fremgår af det ovenstående, at forbruget hænger tæt sammen med bruttonationalproduktet, sætter en krise gang i en negativ spiral, hvor ledigheden er en central faktor.

Figur 15: Ledighed



Grafen afbilder den amerikanske ledighed i procent af arbejdsstyrken.

Kilde: OECD.

Figur 15 illustrerer udviklingen i ledigheden i perioden fra 1995 til 2011. Det fremgår af figuren, at ledigheden fra 1995 frem til 2000 har en faldende tendens. I 2001 begynder ledigheden at stige og når periodens hidtil højeste punkt i 2003. Denne stigning må umiddelbart være forårsaget af den kortvarige afmatning, der forekom i begyndelsen af 00'erne. Årsagen til, at udsvinget i ledigheden forekommer relativt langvarigt, kan tænkes at være, at væksten i bruttonationalproduktet må nå det niveau den havde inden afmatningen før ledigheden igen kan følge med. Ledigheden falder frem til 2007, hvor den finansielle krise indtræffer. Herefter opleves en markant stigning i ledigheden frem til 2010, hvilket afspejler det fald, der opleves i bruttonationalproduktet i den samme periode. Det er bemærkelsesværdigt, at ledigheden bliver påvirket i langt højere grad end både bruttonationalproduktet og forbruget, både i perioden med afmatningen og i forbindelse med den seneste finansielle krise. Årsagen til dette kan tyde på at være, at forbrugerne ikke i lige så høj grad som arbejdsgiverne, mister optimismen omkring fremtiden, da det kan ses, at forbruget ikke bliver påvirket i lige så høj grad som ledigheden.

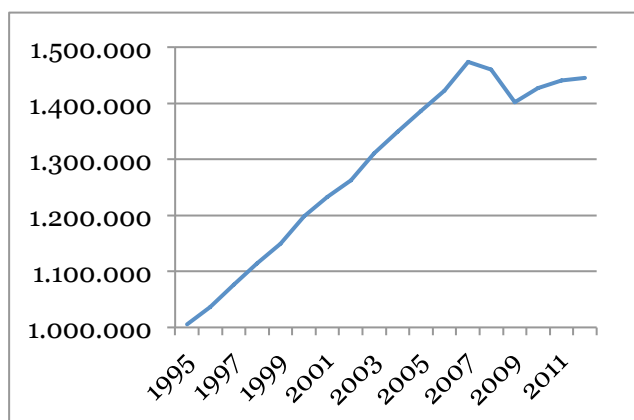
Storbritannien

For at undersøge, i hvor høj grad den finansielle krise har påvirket de andre vestlige økonomier, er det interessant at betragte udviklingen i de variable, som er belyst i forbindelse med den empiriske gennemgang af finanskrisens effekt på USA, i Storbritannien.

Figur 16 afbilder udviklingen i det britiske bruttonationalprodukt. Udviklingen i bruttonationalproduktet ligner meget den udvikling, der forekommer i det amerikanske bruttonationalprodukt i perioden, som fremgår af figur 11. De centrale forskelle mellem de to grafer er dog, at afmatningen, der forekommer i USA i begyndelsen af 00'erne ikke umiddelbart kan ses i figur 16. Endvidere lader det til, at Storbritannien har større problemer med at få gang i væksten oven på den finansielle krise, hvilket kommer til udtryk i, at bruttonationalproduktet har en stagnerende ten-

dens i slutningen af perioden, hvor det i USA's tilfælde lader til, at bruttonationalproduktet genoptager den positive udvikling ganske kort tid efter krisen har indtruffet.

Figur 16: Bruttonationalprodukt

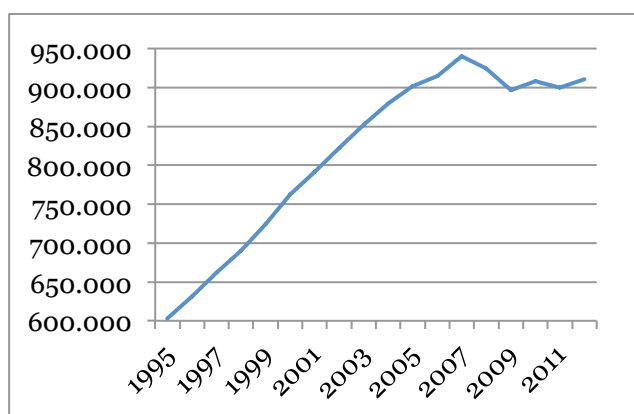


BNP er i denne figur angivet i millioner britiske pund i faste priser.

Kilde: OECD.

Årsagen til, at bruttonationalproduktet gennemgår en stagnerende tendens i slutningen af perioden, kan blandt andet ses i sammenhæng med den udvikling, der ses i det private forbrug.

Figur 17: Privatforbrug



Grafen i figuren angiver det private forbrug i millioner britiske pund.

Kilde: OECD.

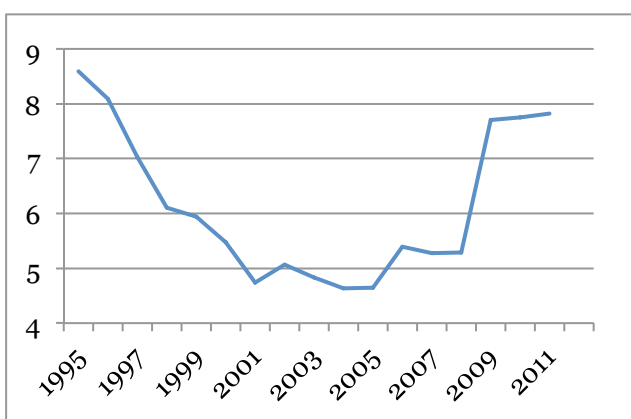
Figur 17 viser udviklingen i det private forbrug i perioden 1995 til 2012. Betragtes figuren, fremgår det, at udviklingen i privatforbruget fra starten af perioden frem til krisens udbrud i 2007 ligner den udvikling, der ses i det amerikanske forbrug i samme periode. Det, der adskiller de to grafer er, den udvikling, der ses i perioden efter recessionen har nået sit dybeste punkt. Hvor der i USA ses en stigende udvikling i forbruget efter recessionen, fremgår det af figur 17, at det private forbrug i Storbritannien stagnerer på recessionsniveauet. Årsagen til, at forbrugerne lader til at

være mindre optimistiske i Storbritannien, end de er i USA kan tænkes at skyldes den negative udvikling, der er set i Europa i forbindelse med krisen.

Til trods for at Storbritannien ikke er en del af eurosamarbejdet, er landet en del af EU, og det er derfor svært at forestille sig, at de britiske forbrugere ikke bliver påvirkede af den stemning, der præger eurozonen i perioden. I en tid med manglende optimisme er det derfor svært for Storbritannien at få gang i de økonomiske hjul, netop fordi det private forbrug har en stor betydning for udviklingen i bruttonationalproduktet. Endvidere kan det tænkes, at Storbritanniens produktion i langt højere grad end USA's afhænger af efterspørgslen fra eurozonen, hvilket betyder, at dette ligeledes kan være en medvirkende faktor i forbindelse med det stagnerende bruttonationalprodukt.

Som i tilfældet med USA spiller ledigheden i Storbritannien ligeledes en central rolle i forbindelse med udviklingen i forbruget og hermed bruttonationalproduktet op til og efter krisen.

Figur 18: Ledighed



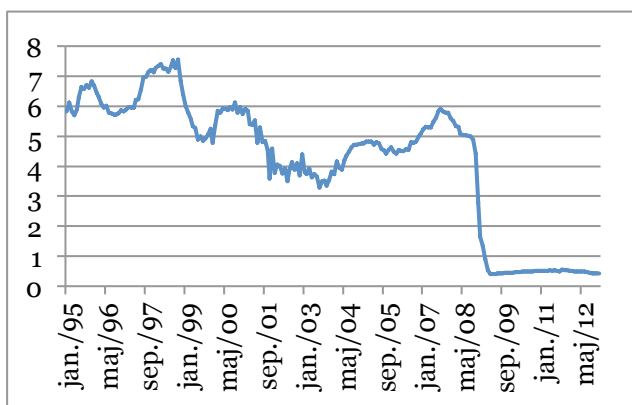
Grafen afbilder den britiske ledighed i procent af arbejdsstyrken.

Kilde: OECD.

Ledigheden er afbildet i figur 18 og det fremgår, at udviklingen i den britiske ledighed ikke stemmer overens med den amerikanske. Det eneste lighed mellem de to variable er, at ledigheden ligger på et forholdsvis lavt niveau op til den finansielle krise og herefter stiger markant. Det kan ses i figur 15, at ledigheden i USA begynder at falde i slutningen af perioden, hvorimod dette fald ikke fremgår af den britiske ledighed. Dette kan ligeledes være en af årsagerne til, at de britiske forbrugere er tilbageholdne med forbruget, og til at der endnu ikke opleves særlig vækst i bruttonationalproduktet.

I forbindelse med den ovenstående gennemgang af de amerikanske empiriske data betragtes rentevariablen, da den kan være en indikator for de pengepolitiske tiltag, der foretages i perioden. Et af de centrale elementer i den amerikanske pengepolitik, er at renten i begyndelsen af 00'erne nedskrives til et lavt niveau for at undgå recession i forbindelse med it-boblen og terrorangrebet den 11. september. Dette rentefald er senere blevet beskyldt for at være en medvirkende faktor i forbindelse med udviklingen på boligmarkedet.

Figur 19: Rente



Renten er i denne figur angivet som den amerikanske pengemarkedsrente i procent.

Kilde: OECD.

Figur 19 viser den britiske renteutvikling i perioden 1995 til 2012. Det fremgår af figuren, at renteutviklingen på ingen måde ligner den udvikling i renten, der er sket i USA, dog er der nogle fælles tendenser. Eksempelvis ses det, at der forekommer et rentefald i begyndelsen af 00'erne, som det ligeledes er set i USA. Dette rentefald kan skyldes den amerikanske renteutvikling, men det er ikke nødvendigvis tilfældet, da den økonomiske afmatning, der forekommer i USA ikke afspejles i den britiske økonomi. Endvidere fremgår det, at renten i Storbritannien, ligesom i USA falder til et historisk lavt niveau, i forbindelse med finanskrisen. På den ene side kan rentefaldet skyldes, at Storbritannien forsøger at løse op for den tillidskrise, der er opstået mellem bankerne. På den anden side, kan årsagen til rentefaldet være, at mange andre lande sænker renten, og at Storbritannien vælger at følge trop for at undgå et pres på det britiske pund.

Som tidligere nævnt bliver det store rentefald i starten af 00'erne tillagt stor betydning for udviklingen på boligmarkedet i USA. Det er derfor interessant at betragte udviklingen i de britiske boligpriser, da rentefaldet her ikke er nær så drastisk som i USA.

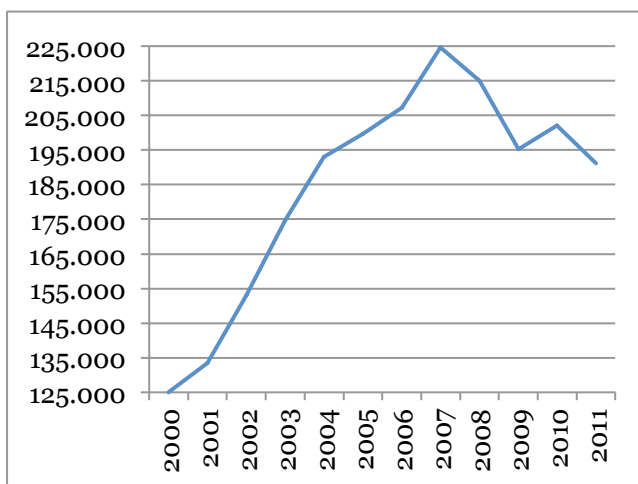
Betragtes dataene i tabel 2, ses det, at der sker en relativt dramatisk stigning i boligpriserne i perioden fra 2001-2004, som er den periode, hvor renten i Storbritannien ligger på et relativt lavt niveau, og hvor der er en stor fremgang i bruttonationalproduktet, som kan tænkes at skabe en optimistisk indstilling til fremtiden. Fra 2005 og frem til krisens udbrud aftager udviklingen så småt, men den er dog stadig stigende. Betragtes renteutviklingen fremgår det, at renteniveauet i perioden stiger en smule, hvilket kan tænkes at være en af årsagerne til den aftagende udvikling. I slutningen af 2007 vender udviklingen på boligmarkedet, hvilket først er efter, finanskrisen er brudt ud i USA. Det kan derfor tyde på, at den amerikanske boligbobles brist har startet krisen i USA, som har bredt sig til resten af den vestlige verden og har fået disse landes boligbobler til at bryde gennem de recessioner, den har igangsat.

Tabel 2: Boligprisændringer

År	Ændring
2001	6,8
2002	14,7
2003	14,2
2004	10,4
2005	3,4
2006	3,8
2007	8,4
2008	-4,3
2009	-9,3
2010	3,5
2011	-5,4

Dataene i tabellen angiver ændringen i procent i de britiske boligpriser fra det foregående år til det pågældende.

Kilde: OECD.

Figur 20: Hypotetisk priseksempel

Grafen afbilder et hypotetisk eksempel på prisudviklingen i en bolig, der koster 125.000 britiske pund.

Sammenfatning

Når dataene der beskriver effekten af den finansielle krise i USA og Storbritannien betragtes, ses det, at den økonomiske udvikling i de to lande op til krisen med nogle få undtagelser er ens. Denne lighed kan tyde på, at interdependensen mellem landene i den moderne økonomi er stor, men de små forskelle der fremgår af dataene forekommer i høj grad fordi de to lande befinder sig i hver deres kontekst. Der er dog ingen tvivl om, at økonomisk recession i én økonomi let breder sig til de økonomier, som ligner og er tæt forbundne med den pågældende økonomi.

Sammenlignes dataene fra de to hændelser, særligt i USA, fremgår det, at omfanget af de to kriser på ingen måde kan sammenlignes. Dette gælder både bruttonationalproduktet, forbruget og ledigheden, som alle var langt hårdere ramt af den store depression end den seneste finansielle krise. Sammenlignes dataene for bruttonationalproduktet fra Storbritannien med dataene tilbage fra den store depression, er hændelsernes påvirkning af variabelen i højere grad ens, end de er for USA. Der kan derfor stilles spørgsmålstejn ved, hvor meget større interdependensen er nu, end den var i den store depressions tid. Det skal dog tages i betragtning, at den kontekst USA og Storbritannien befandt sig i efter første verdenskrig er langt mere forskellig end de var op til den nuværende finansielle krise. Det er således utroligt vanskeligt at finde nogen decideret indikator på, at interdependensen mellem økonomierne er blevet større nu end tidligere.

2.2.2.1 Økonometrisk belysning

Som i tilfældet med den store depression, vil der i dette afsnit bringes en økonometrisk gennemgang af de klassiske antagelser omkring kvantitetsteorien, Fishers relation og Philipskurven med udgangspunkt i amerikanske data fra perioden omkring den seneste finansielle krise. Resultaterne af denne gennemgang vil fremgå af Appendiks afsnit 10.2.2.

Som i tilfældet med den store depression, kan to af de tre klassiske antagelser ikke afvises, hvis Philipskurven i forbindelse med den finansielle krise betragtes i Milton Friedmans optik. Det er naturligt at foretage denne betragtning, da det netop er en modificering af den originale Philipskurve, som er tilpasset et mere moderne samfund. Det er ikke bemærkelsesværdigt, at Fishers relation ikke er opfyldt, da det er en meget stærk antagelse, at formode at en variabel er konstant over tid, netop fordi der altid er en vis grad af usikkerhed til stede i økonomien. I forbindelse med den økonometriske gennemgang af kvantitetsteorien, er det tankevækkende, at den kvantitetsteoretiske sammenhæng er langt stærkere i perioden omkring den finansielle krise end i forbindelse med den store depression. Årsagen til den stærke sammenhæng kan tænkes at være, at brugen af pengepolitik samt fokus på inflation igennem tiden har været stigende. Det kan derfor forestilles, at den kvantitetsteoretiske sammenhæng er kunstigt skabt, fordi pengemængden er blevet reguleret i forhold til den forventede inflation, således at den reale pengemængde forbliver konstant. Dette kan være en forklaring på, at den justerede forklaringsgrad i forbindelse med den finansielle krise er så høj. I modsætning hertil kan det tænkes, at pengemængden og inflationen i forbindelse med den store depression i højere grad fik lov til at flyde frit. Endvidere er pengemængdebegrebet blevet ændret gennem tiden, hvilket medfører at de to begreber ikke kan sidestilles fuldstændigt.

3.0 Regulering

I specialet ønskes det at undersøge, i hvor høj grad regulering har betydning for den finansielle krise. Det er derfor vigtigt at redegøre for, hvad de valgte reguleringstiltag indebærer, og hvilke regler tiltagene omfatter. Siden den store depression er der blevet indført en lang række af tiltag, som har haft en betydning for den finansielle sektor. I denne sammenhæng vil der i dette speciale blive fokuseret på Glass-Steagall Act og i denne forbindelse, Gramm-Leach-Bliley Act, som herefter betegnes som GLBA, og Basel. Årsagen til, at det netop er disse tiltag, der lægges vægt på, er, at Glass-Steagall Act er et af de mest omfattende regulerende tiltag, der har fundet sted. I denne lov opstiller Kongressen konkrete regler for, hvordan de finansielle institutioner må agere på markedet. Det falder i denne sammenhæng naturligt at inddrage GLBA, da det er denne akt, som ophæver den lovgivning, der blev indgået i Glass-Steagall Act. Begrundelsen for, at Basel I, II og III inddrages, er, at det er de regelsæt, som på nuværende tidspunkt bliver anvendt internationalt som et forsøg på at kontrollere risikoen og herigennem skabe en øget stabilitet i den finansielle sektor. Det, der adskiller Basel fra Glass-Steagall Act, er, at det i Basel forsøges at regulere igennem kapitaldækningsregler frem for konkret lovgivning.

3.1 Glass-Steagall Act

Efter krakket på Wall Street og recessionen i begyndelsen af 1930'erne finder Kongressen i USA det nødvendigt at gøre en indsats for at genvinde befolkningens tillid til bankerne og for at undgå, at en lignende situation vil finde sted i fremtiden. Glass-Steagall Act'en indgår som en del af The Banking Act of 1933 og består af fire bestemmelser.²⁴

Den overordnede hensigt med Glass-Steagall Act er, at adskille den kommercielle bankvirksomhed fra investeringsbankvirksomheden. Til trods for hensigten er det ikke muligt at opstille regler, der er gældende for samtlige finansielle organisationer, og Glass-Steagall-Act medfører således ikke en komplet opdeling af de to typer bankvirksomhed.²⁵

Den første af de fire bestemmelser omhandler begrænsningen af de kommercielle bankers involvering i aktiviteter med værdipapirer. Denne bestemmelse indeholder tre regler for denne aktivitet. Regel nummer et indebærer, at nationale banker samt Federal Reserve System-medlemsbanker, herefter FRS-medlemsbanker, kun må købe kapitalandele på vegne af kunder, og derfor ikke selv må spekulere i køb af disse. Den anden regel omfatter, at nationalbankernes myndighed til investering i gældsobligationer er udtrykkeligt begrænset til investeringer, som er specifikt godkendt af Comptrolleren, som er den primære regulator for nationalbankerne. Regel nummer tre omhandler, at de kommercielle bankers udstedelse og handelsaktiviteter er begrænset til at omfatte U.S. Treasury Bonds, Agency Bonds og generelle obligationer fra stater og lokale governments. Denne bestemmelse har til formål at minimere risikoen for, at bankerne påtager sig for stor risiko på kundernes vegne.²⁶

Den anden bestemmelse indebærer, at det ikke er tilladt for nationalbanker og FRS-medlemsbanker at være tilknyttet organisationer, som beskæftiger sig med investeringsbankvirksomhed. Årsagen til, at denne bestemmelse skal håndhæves, er, at det skal undgås, at den risiko, som investeringsbankerne påtager sig skal brede sig til de kommercielle banker. Tredje bestemmelse forbyder personer og organisationer, der beskæftiger sig med investeringsaktiviteter, så som udstedelse og handel med værdipapirer, at involvere sig i kommerciel bankaktivitet. Kongressen ønsker således, at bankerne skal vælge mellem at være en kommerciel bank eller en investeringsbank.²⁷ Den fjerde og sidste bestemmelse i Glass-Steagall Act omhandler, at ledelsen i en nationalbank eller en FRS-medlemsbank ikke også må være involveret i ledelsen af en virksomhed, hvis primære formål er værdipapirsaktivitet. Begrundelsen for denne bestemmelse er, at Kongressen ønsker at undgå inhabilitet i ledelsen.²⁸

Allerede i 1960'erne begynder bankerne at lægge pres på Kongressen, for at få løsnet op for Glass-Steagall Act'en. Årsagen til dette pres er, at bankerne ikke mener, at de kan være konkurrencedygtige, når de er underlagt så strenge restriktioner. Desuden frygter bankerne, at deregulering i udlandet vil medføre, at de amerikanske banker mister kunder til udenlandske banker. Det er dog først i slutningen af 1986, at Federal Reserve tager initiativ til at løsne Glass-Steagall Act'ens tag om bankerne og indfører en regel om, at bankerne må investere 5 procent af sine bruttoindtægter

²⁴ Norton (1987): Side 327.

²⁵ Norton (1987): Side 330.

²⁶ Norton (1987): Side 331.

²⁷ Norton (1987): Side 331-332.

²⁸ Norton (1987): Side 333-334.

i investeringsaktiviteter. Denne regel lader umiddelbart til at være i modstrid med den oprindelige Glass-Steagall Act, men Federal Reserve mener, at akten indeholder vage formuleringer, som lægger op til fortolkning, og mener derfor, at de uden problemer kan omfortolke akten. I den efterfølgende periode slækkes der på reglen om, hvor stor en andel af bruttoindtægterne bankerne må anvende i forbindelse med investeringsvirksomhed, og i 1996 er den tilladte andel steget til hele 25 procent. I 1999 får Glass-Steagall Act det endelige dødsstød, da Kongressen indfører en ny akt, GLBA, der ophæver dens bestemmelser.²⁹

GLBA indebærer, at kommercielle banker får mulighed for at samarbejde med andre finansielle institutioner, eksempelvis investeringsbanker. Akten skaber to helt nye typer af banker; Financial Holding Companies, FHC, og Financial Subsidiaries, såkaldte finansielle datterselskaber, som begge har muligheden for at involvere sig i alle de aktiviteter, der falder en bank naturligt. For at blive anerkendt som en FHC-bank skal hver af de underliggende virksomheder være solvente og veladministrerede. Endvidere skal FHC-bankens underliggende virksomheder, som varetager indlånene, minimum have modtaget en tilfredsstillende rating ved det seneste tilsyn under Community Reinvestment Act. De finansielle datterselskaber kræver ikke en tilfredsstillende CRA-rating, men må desuden heller ikke beskæftige sig med forsikringsvirksomhed.³⁰

Sammenfatning

Det fremgår således, at Glass-steagall Act'en kommer til at fremstå som et udtryk for, at det er kongressens holdning, at en del af ansvaret for alvoren af recessionen i 1930'erne skal tillægges den finansielle sektor. Årsagen til dette er, at den finansielle sektor i alt for høj grad har påtaget sig en for stor risiko, som i sidste ende har ramt indskyderne og resten af økonomien. For at give udtryk for, at der trods alt er sket en vis form for learning-by-doing-effekt, forsøges det derfor igennem lovgivning at forhindre, at den finansielle sektor i fremtiden påtager sig for meget risiko, for herigennem at kunne skabe en mere stabil finansiell sektor, hvilket i sidste ende gerne skal forhindre en lignende situation i at opstå.

Problemet er blot, at det efter en lang årrække uden store problemer med finansiell ustabilitet, lader til, at hændelsen i 1930'erne er gået i glemmebogen, og at Federal Reserve rent faktisk tror, at den finansielle sektor nu er i stand til at tage vare på sig selv. Dette kommer til udtryk gennem den meget voldsomme lempelse af Glass-Steagall Act'en som sker i forbindelse med indførelsen af GLBA. Som ovenfor beskrevet forsøges der dog fortsat i en vis grad, at styre samarbejdet mellem de forskellige former for finansielle virksomheder ved at opstille en række samarbejdsregler for disse.

²⁹ Sherman (2009): Side 8-10.

³⁰ Broome & Markham (2000): Side 757-758.

3.2 Basel

Basels kapitaldækningsbekendtgørelse er udarbejdet af Basel-komiteen, som blev oprettet i 1974 og på daværende tidspunkt bestod af G-10-landene. Formålet med Basel er at udvide den regulerende dækning i den finansielle sektor, fremme overvågningen af bankerne til et tilstrækkeligt niveau, samt sikre, at ingen udenlandske banker kan undgå denne overvågning. I tiden fra Basel-komiteens dannelse frem til nu har komiteen udarbejdet tre kapitaldækningsbekendtgørelser, Basel I-III. Årsagen til, at komiteen har valgt løbende at ændre regelsættene, er den samfunds- mæssige og finansielle udvikling, der er sket i verden gennem tiden.³¹

Basel I

Basel I-bekendtgørelsen består af fire søjler, hvoraf den første søjle definerer, hvad bankernes kapitalreserver skal bestå af, og hvor stor en del de forskellige typer kapital skal udgøre. Der skelnes mellem to typer af kapital, som inddeles med udgangspunkt i kapitalens likviditetsniveau. Tier 1-kapital betegner bankens kontantreserve og andre former for kapital, som er betalt gennem bankens egenkapital, eksempelvis aktier og præferenceaktier. Den anden type af kapital, Tier 2-kapital, er en smule mere vagt defineret og kan inkludere kapitale reserver, der er skabt til at dække eventuelle tab i forbindelse med lån, beholdninger af efterstillet gæld, samt potentielle provenuer fra salg af aktiver, som er købt gennem salg af bankens aktier. For at overholde første søjle i Basel I, skal bankerne holde en lige stor mængde af Tier 1- og Tier 2-kapital. Den anden søjle i kapitaldækningsbekendtgørelsen omhandler risikovægtning, der ifølge Basel I foregår med udgangspunkt i fem forskellige risikoklasser, som er opstillet af Basel-komiteen. Det er bankens egen opgave at inddele sine udlån i disse fem klasser, hvorefter den samlede udlånsportefølje kan risikovurderes. Tredje søjle i Basel I binder de to foregående søjler sammen, idet den opstiller et minimumskapitalkrav til bankerne. Kravet er, at bankerne som minimum skal holde 8 procent af bankens risikovægtede aktiver i enten Tier 1- eller Tier 2-kapitalreserver. Endvidere stilles der krav til, at Tier 1-kapital skal udgøre minimum 4 procent. Den fjerde og sidste søjle i kapitaldækningsbekendtgørelsen kræver, at hvert enkelt land har en autoritet, som håndhæver Basel I-reglerne.³²

Basel II

Efterhånden som Basel I har været anvendt i en årrække, bliver komiteen opmærksom på, at der er brug for et mere nuanceret regelsæt, Basel II, i forhold til kapitaldækningskravene. Det, der adskiller Basel II fra Basel I, er, at det forsøges at skabe en større sammenhæng mellem bankernes kapitalkrav og den risiko, som de forskellige banker påtager sig. For at gøre sammenhængen mellem disse to variable mulig, er der i Basel II udarbejdet tre forskellige metoder, hvormed bankerne kan vælge at beregne kapitalkravet til kreditrisikoen. De tre metoder er henholdsvis, standardmetoden, den grundlæggende Internal Rating Based approach-metode, herefter IRB-metode, samt den avancerede IRB-metode. Det er op til banken selv at vælge, hvilken af de tre metoder

³¹ Balin (2008): Side 1.

³² Balin (2008): Side 3-4.

den ønsker at anvende. De tre forskellige beregningsmetoder er medvirkende til, at bankerne på forskellige niveauer får mulighed for at gøre brug af egen viden om kreditrisici til beregning af sine risikovægte og herudfra beregne sit samlede kapitalkrav. Standardmetoden lægger sig tæt op ad Basel I-metoden, hvor risikoklasserne på forhånd er opdelt. Dog adskiller Basel II sig fra Basel I-metoden, da der er blevet tilføjet flere risikoklasser. Det er som i standardmetoden bankernes egen opgave at få placeret låntagerne i forskellige lånklasser. Forskellen er blot, at ved anvendelsen af den grundlæggende eller den avancerede IRB-metode skal opdelingen ske med udgangspunkt i bankernes egen rating af låntagernes kreditkvaliteter, hvilket skal ske på baggrund af bankernes eget ratingsystem. Dette medfører, at de banker, der anvender den avancerede IRB-metode, skal beregne samtlige parametre, der indgår i kapitalkravsformlen, hvorimod de banker, som gør brug af den grundlæggende IRB-metode, blot skal beregne nogle enkelte parametre. De resterende parametre, som indgår i formelen, er angivet af Basel-komiteen.³³

I Basel II fokuseres der ydermere på operationel risiko, som er den risiko for tab, der opstår på baggrund af interne procedurer, menneskelige fejl og systemfejl. Årsagen til dette er, at denne form for risiko spiller en større rolle, når bankerne selv har ansvaret for at beregne og opstille modellerne.³⁴

Basel III

Det er endnu ikke et krav, at bankerne lever op til kapitaldækningsbekendtgørelsen i Basel III, men rammerne omkring bekendtgørelsen er allerede kridtet op, og det forventes, at disse bliver indfaset i den finansielle sektor inden for en overskuelig årrække. Hensigten med Basel III er at gøre den finansielle sektor mere modstandsdygtig overfor finansielle og økonomiske udsving. Årsagen til dette er, at det i fremtiden ønskes, at den reale sektor ikke i lige så høj grad, som det er set de senere år, bliver ramt af uroen. For at opnå dette har Basel-komiteen blandt andet opstillet to kvantitative krav, hvoraf det ene er en finansiell stødpude, bestående af højkvalitetslikviditet, Tier 1-kapital, som skal sikre at bankerne har tilstrækkelig likviditet til at modstå kortvarige perioder, hvor likviditeten er under pres. Det andet krav er, at bankerne i højere grad end tidligere skal anvende mellem- og langsigtet finansiering frem for kortsigtet likviditet, som i høj grad er blevet anvendt i de foregående år. Endvidere opstilles der krav om to kapitale buffere, hvoraf den ene kapitalbevaringsbuffer har til formål, at sørge for, at bankerne besidder en tilstrækkelig mængde kapital i tilfælde af perioder med store tab. Den anden buffer er en modcyklisk buffer, som skal dække perioder med høj udlånsvækst. Desuden indebærer Basel III regler om bankernes gearing, således at overdrevet gearing i fremtiden kan undgås.³⁵

³³ Danmarks Nationalbank (2006): Side 79-86.

³⁴ Erhvervs- og Selskabsstyrelsen (2006): Side 3.

³⁵ Danmarks Nationalbank (2011): Side 141-150.

4.0 Teori

Der vil i dette afsnit bringes en redegørelse for de teorier, der vil blive anvendt som analysegrundlag i specialet. Det er i denne forbindelse vigtigt at have en grundlæggende forståelse for, hvilken tankegang, der skaber rammerne for de to økonomiske skoler, der bliver præsenteret, henholdsvis post-keynesianismen og monetarismen. Der vil derfor i begge afsnit blive indledt med en metodologisk gennemgang af hovedtrækkene i de to teoriretninger.

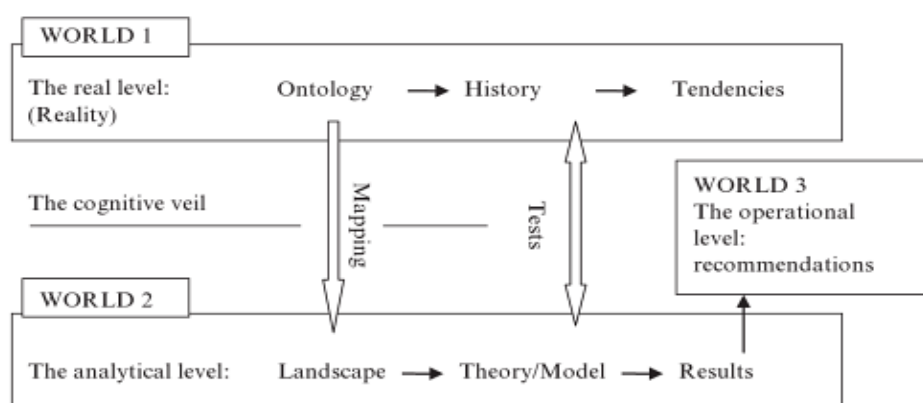
4.1 Post-keynesiansk teori

Det følgende afsnit vil indledes med en redegørelse for Keynes metodologiske overvejelser og således en beskrivelse af, hvad han og de Keynes-tro post-keynesianere lægger vægt på i udformningen af deres analyse. Efterfølgende vil der bringes en gennemgang af nogle af de begreber som er dominerende inden for den post-keynesianske tænkning, og som får post-keynesianerne til at adskille sig fra mange af de andre økonomiske skoler. Når de metodologiske rammer er kridtet op og de centrale begreber er beskrevet, vil der være skabt grundlag for en grundig redegørelse for Keynes' kriseteori og Minskys hypotese om finansiell ustabilitet.

4.1.1 Metodologi³⁶

De Keynes-tro post-keynesianeres teori tager direkte afsæt i Keynes' teori fra *The General Theory of Employment, Interest and Money*, hvilket betyder, at der tages stor afstand fra den ligevægts-tankegang, som den klassiske teori er kendetegnet ved. Post-keynesianernes metodologiske tankegang tager udgangspunkt i en ontologisk refleksion med virkeligheden i centrum. Når der foretages en økonomisk analyse inden for post-keynesianismen, vil virkeligheden først betragtes, hvorefter genstandsfeltet indsnævres, og det makroøkonomiske landskab dannes.³⁷

Figur 21: Tre-verdens-modellen



Kilde: Jespersen (2009): Side 54

³⁶ Jalling & Thomsen (2012): Inspiration og afskrift.

³⁷ Jespersen (2009): Side 53-54.

I figur 21 ses tre-verdensmodellen, som er en kritisk realistisk metodologi. Årsagen til, at netop denne model er valgt, er, at den gør det muligt at skildre de to metodologier, der inddrages i spe- cialet, således at en sammenligning af disse bliver mere håndgribelig. Metoden er en kombination af en deduktiv og en induktiv tankegang og bygger således både på logisk tænkning og systemati- serede observationer. Der tages afsæt i Verden 1, der omhandler det reale niveau og således virke- ligheden. I Verden 1 indgår ontologien, som er læren om det værende, der således medfører viden om et historisk perspektiv, hvoraf der fremkommer økonomiske tendenser. Koblingen mellem Verden 1 og Verden 2 fremgår blandt andet på baggrund af en epistemologisk tankegang, der om- handler læren om videns erhvervelse. Verden 2 består af det analytiske niveau, hvor der opstilles et makroøkonomisk landskab på baggrund af ontologien i Verden 1. Med udgangspunkt i det makroøkonomiske landskab kan der opstilles teorier og modeller, der er med til at forklare hæn- delserne i det økonomiske landskab, og som således kan anvendes til at teste de historiske sam- menhænge i Verden 1. Endvidere kan empirien, som kommer af historien, anvendes til at teste styrken af de teorier og modeller, der opstilles i Verden 2. Når virkeligheden er blevet analyseret på baggrund af teorier og modeller, fremkommer et resultat, som overføres til Verden 3, der er det operative niveau. De analytiske resultater bliver i Verden 3 omsat til policy-anbefalinger.³⁸

Det er vigtigt at bemærke, at tre-verdens-modellen er konstrueret på baggrund af Jesper Jesper- sens fortolkning af Poppers tænkning. Ifølge Lars Pålsson Syll og Klaus Nielsen er problemet med Jespersens model, at der ikke skelnes mellem den nye og den gamle Popper, men at de to kombi- neres. Det, at Jespersen ikke foretager et klart valg mellem de to får i Syll og Nielsens øjne model- len til at fremstå mindre troværdig.³⁹ Det er naturligvis væsentligt at have denne kritik for øje, men det er i dette speciale, som det fremgår ovenfor, valgt at anvende modellen til trods for kri- tikken. Årsagen til dette er netop at kritikken på sin vis ikke påvirker resultatet af anvendelsen af modellen, da figuren her anvendes som en skildring af metodologierne og ikke på mere dybdegå- ende niveau.

Det, der kendetegner post-keynesianerne, er, at der lægges stor vægt på realismen, og at økono- mien ses som et åbent system, hvor det er adskillige økonomiske variable, der påvirker og påvir- kes. Dette er i høj grad en modsætning til den klassiske teori, hvor økonomien er et lukket system, som er begrænset af en lang række antagelser. Når det makroøkonomiske landskab skal opstilles, tages der udgangspunkt i de kausale relationer set i forhold til den aktuelle problemstilling. For- skelligt fra den klassiske tankegang er forventningsdannelsen i den post-keynesianske teori i hø- jere grad baseret på de økonomiske erfaringer, der er pådraget i fortiden. De økonomiske agenter danner forventninger med udgangspunkt i den viden og erfaring, de har fra den økonomiske for- tid, hvilket resulterer i, at den økonomiske analyse er path-dependent. Der er dog vished om, at det, der er sket i fortiden, ikke direkte kan overføres til fremtiden, da den økonomiske historie aldrig vil gentage sig.⁴⁰

I post-keynesiansk teori sondres der mellem åbne og lukkede systemer. Det lukkede system gen- kendes fra den klassiske teori, hvor modellerne er opstillet som laboratorieforsøg, da det marked, der analyseres, er isoleret fra omverdenen og de omkringliggende markeder. Endvidere er disse

³⁸ Jespersen (2009): Side 55-56 og 68-70.

³⁹ Syll (2007) og Nielsen (2008).

⁴⁰ Jespersen (2009): Side 53-84.

lukkede systemer karakteriserede ved, at præferencestrukturen, eksempelvis de rationelle individers adfærd, er eksogent givet. I forhold til tre-verdens-modellen foregår analyserne i det lukkede system kun i Verden 2, da disse analyser udelukkende er deduktive. Når der udelukkende opereres i Verden 2, og virkelighedsperspektivet fra Verden 1 ikke tages i betragtning, kommer modellerne til at antages at være lig med virkeligheden, præcis som det ses i den klassiske teori. I modsætning til lukkede systemer kan modeller være opbygget efter en åben tankegang. Dette er mest simpelt forklaret ud fra tre-verdens-modellen. Hvor den lukkede analyse kun befinder sig i Verden 2, inddrager det åbne system både Verden 1 og Verden 2. Det virkelighedsperspektiv, som Verden 1 rummer, er vigtigt for denne form for analyse, da der tages udgangspunkt i det makro-økonomiske landskab og en given kontekst.⁴¹

Der eksisterer således et lukket system, hvor usikkerheden udelukkes og et åbent, hvor alle handlinger og økonomiske processer er behæftet med usikkerhed. Som en mellemting mellem disse to systemer eksisterer semi-closure-systemer, hvor der tages højde for usikkerheden, men hvor det antages, at der forekommer en vis form for stabilitet i systemet. Der tages i en semi-closure-analyse udgangspunkt i et åbent system, men dette system afgrænses for på den måde at skabe stabilitet og forsøge at udelukke en del af den uhåndterlige usikkerhed.⁴²

4.1.2 Centrale post-keynesianske begreber

Et af de helt centrale begreber inden for den post-keynesianske teori er usikkerhed. Som tidligere nævnt er post-keynesiansk teori kendetegnet ved en åben analyseform, hvor de økonomiske sammenhænge analyseres som en helhed. Resultatet af dette er, at usikkerhedsbegrebet får en helt anden og meget større betydning, da denne analyseform omfatter mange flere aspekter end en analyse, der er lukket og afgrænset af en lang række antagelser. For at kunne anvende den post-keynesianske tilgang som grundlag for analysen, er det vigtigt at have forståelse for, hvordan post-keynesianerne forholder sig til usikkerhedsbegrebet, og hvilken betydning det har for teorien generelt. Der vil derfor bringes en redegørelse for begrebet usikkerhed, og som en del af denne gennemgang, redegøres der ligeledes for begrebet risiko, da post-keynesianerne tillægger opdelingen af de to begreber stor betydning.

Usikkerhed⁴³

Post-keynesianerne skelner mellem to former for usikkerhed, henholdsvis; epistemologisk og fundamental usikkerhed. Den fundamentale usikkerhed opstår på baggrund af alle de usikre parametre, der spiller ind, når økonomien former sig. På mikroniveau opstår der usikkerhed i forbindelse med, at individernes handlinger og adfærd ikke kan forudsiges. Individer har for vane at handle i den pågældende situation, og deres handlinger skal derfor i høj grad ses som en reaktion på omverdenen. Det er egentlig ikke individernes intension at handle irrationelt, men da individet netop handler på baggrund af, hvad der sker omkring det, er der ikke nogen egentlige sikkerhed for, at udfaldet bliver rationelt. De irrationelle handlinger skal ses i forhold til, at en rationelt

⁴¹ Jespersen (2009): Side 133-139.

⁴² Jespersen (2009): Side 134-135.

⁴³ Thomsen (2012): Inspiration og afskrift.

handlende agent antages at være fuldt bevidst om, hvordan dens handlinger vil påvirke økonomien, og agentens beslutninger træffes derfor med udgangspunkt i, hvad der er bedst for denne. Dette resulterer i, at alle rationelle agenter vil handle ens i en given situation, og at det derfor giver mening at have en repræsentativ agent. Forventes agenternes handlinger derimod ikke at være ens, er det urealistisk at have en repræsentativ agent, der repræsenterer alle økonomiens individuelle agents handlinger. Der kan i denne sammenhæng dog være tale om et individ, som er "first mover", der tager det første skridt, og mange andre følger efter; en lemmingeffekt.⁴⁴

På makroniveau forekommer der en form for dobbelt usikkerhed, da usikkerheden fra mikroniveau overføres til makroniveau.⁴⁵ Endvidere er makroniveauet præget af usikkerhed, da verden er under konstant forandring, hvilket medfører, at de økonomiske hændelser i fremtiden aldrig vil kunne forudsiges. Årsagen til dette er, at fremtiden er formet med udgangspunkt i de beslutninger og handlinger, der foretages i dag. En række af beslutninger og handlinger, der alle er behæftet med usikkerhed.⁴⁶ Den kontekst, som økonomien befinder sig i på et givet tidspunkt, vil aldrig være den samme, da den økonomiske historie aldrig vil kunne gentage sig. I hvor stor grad fremtidens hændelser er behæftet med usikkerhed, afhænger dog af hændelsens tidshorisont. En hændelse, der sker i en nær fremtid, er ikke lige så usikker, som en hændelse, der sker længere ude i fremtiden, netop fordi hændelsen ikke i lige så høj grad er påvirket af den handlings- og beslutningsmæssige usikkerhed, som er beskrevet ovenfor.

De økonomiske agenter danner forventninger på baggrund af den viden og de erfaringer, de har fra fortiden. De er dog bevidste om, at det, der sker i fortiden, aldrig vil kunne overføres direkte til nutiden eller fremtiden. Til trods for at fortidens hændelser ikke kan overføres direkte til fremtiden, er den økonomiske udvikling alligevel påvirket af en vis grad af "path dependence", hvilket betyder, at den fremtidige udvikling er præget af de beslutninger, der er blevet taget i fortiden. Den økonomiske udvikling følger altså en form for sti. Økonomien udvikler sig inden for nogle samfundsmæssige rammer, som ikke bare ændrer sig. De beslutninger, der er blevet foretaget i fortiden, er medbestemmende for, i hvilken retning den økonomiske udvikling i fremtiden vil bevæge sig. At økonomien er path dependent, betyder, ikke at den økonomiske fremtid er kendt. Tværtimod er den økonomiske udvikling fortsat behæftet med en høj grad af usikkerhed.⁴⁷

I modsætning til den fundamentale usikkerhed kan den epistemologiske usikkerhed, som i post-keynesianernes optik betragtes mere som en risiko, beregnes. Den epistemologiske usikkerhed tager afsæt i det klassiske system, som er en lukket og afgrænset analysemodel. I et sådan system antages det, at husholdningerne og virksomhederne besidder fuldt kendskab til en forudbestemt økonomisk virkelighed, der omfatter fortiden, nutiden og fremtiden. Denne virkelighed antages at være uforanderlig i den forstand, at den ikke er modtagelig over for ændringer, der er fremkaldt af menneskelige handlinger. En økonomisk virkelighedsopfattelse, der er inspireret af fysikkens verden, hvor hændelsernes udfald er baseret på naturlove. Med udgangspunkt i denne opfattelse antages det, at alle økonomiens beslutningstagere har fuldt kendskab til, hvordan naturlovene fungerer, og hvilke resultater der skabes på baggrund af disse. Dette medfører, at hverken hus-

⁴⁴ Jørgensen (2009): Side 122-123.

⁴⁵ Jørgensen (2009): Side 110.

⁴⁶ Davidson (2011): Side 34.

⁴⁷ Jørgensen (2009): Side 174-175.

holdninger eller virksomheder tager fejl, når de tager beslutninger om forskellige økonomiske forhold. Endvidere handler beslutningstagerne altid i selvinteresse ved at forbruge hele deres indkomst på de produktionsgoder, der giver det højeste afkast i form af henholdsvis nytte og profit.⁴⁸

Individerne i det klassiske system antages at have rationelle forventninger, hvilket betyder, at individerne tager beslutninger vedrørende fremtiden med udgangspunkt i deres subjektivt formede sandsynlighedsfordeling, som er skabt på baggrund af deres erfaringer fra fortiden. Antages det, at forventningerne er rationelle, formodes det, at den subjektive sandsynlighedsfordeling, som beslutningstagerne selv har skabt, er lig med sandsynlighedsfordelingen for den uforanderlige objektive virkelighed, som agenterne lever i. Dette medfører, at beslutningstagerne ikke foretager vedvarende fejl, netop fordi det antages, at fremtiden er kendt i en probabilistisk statistisk forstand.⁴⁹

Et individ kan på kort sigt lejlighedsvist være i stand til at foretage fejlbeslutninger, nøjagtig som det kan ske, at middelværdien for en enkelt stikprøve kan afvige fra den virkelige universelle værdi. På lang sigt derimod vil der aldrig foretages fejl, da det antages, at beslutningstagere med rationelle forventninger kender til den objektive sandsynlighedsfordeling. I denne tilgang er det altså en stikprøve fra fortiden, der bestemmer udfaldet af fremtiden, og fremtiden vil derfor aldrig betragtes som usikker.⁵⁰

Det fremgår af det ovenstående, at der er utrolig stor forskel på, hvordan usikkerhed opfattes i de to usikkerhedsbegreber. I post-keynesianernes øjne er den epistemologiske usikkerhed, som er det usikkerhedsbegreb, der anvendes i den klassiske tilgang, mere en form for risiko, som kan beregnes. Post-keynesianerne mener ikke, at al usikkerhed kan transformeres til risiko, men de mener at en del af den usikkerhed, der befinder sig på individniveau eksempelvis indkomst samt helbredsmæssige og familiære forhold, kan omsættes til risiko gennem forskellige former for privat eller offentlig forsikring. Til trods for dette mener post-keynesianerne fortsat, at der altid vil være en vis grad af usikkerhed til stede, da fremtiden fortsat er ukendt, og at der ikke er nogen, der kender reaktionen på de forskellige udfald.⁵¹ Det kan dog tænkes, at graden af fundamental usikkerhed ændres alt efter, hvilken situation økonomien befinder sig i. I en periode hvor økonomien befinder sig i en situation, der betragtes som "normal", spiller usikkerheden ikke en lige så stor rolle, som når økonomien er karakteriseret ved mere unormale forhold, så som de økonomiske forhold i forbindelse med den seneste finansielle krise. Årsagen til dette er, at i unormale tider, ændrer de økonomiske agenter adfærd. Folk går i panik, de sparer op i stedet for at forbruge, og alle beslutninger og handlinger bliver vendt på hovedet, hvilket skaber en stor usikkerhed både på mikro- og makroniveau.

⁴⁸ Davidson (2011): Side 34-35.

⁴⁹ Davidson (2011): Side 36.

⁵⁰ Davidson (2011): Side 36.

⁵¹ Jespersen (2009): Side 110.

Risiko⁵²

Som det fremgår af det ovenstående er der ifølge post-keynesianerne stor forskel på risiko og usikkerhed. Årsagen til dette er, at risiko kan beregnes, og der kan hermed tages højde for tilstedeværelsen af denne.

Risiko er i den post-keynesianske optik den form for usikkerhed, som der kan forsikres imod. Forsikringsselskaberne antager, at de hændelser, de forsikrer imod, sker i et stort antal, og at alle hændelserne sker uafhængigt af hinanden. Endvidere antager de, at de underliggende stokastiske parametre i den stokastiske proces er stabile og kendte. For at kunne opfylde disse stokastiske antagelser må tre empiriske betingelser være opfyldte. Først og fremmest må alle mulige sandsynligheder for de forskellige udfald være kendte. Ydermere må sandsynligheden for at udfaldene forekommer være kendte og konstante. Sidst må der være uafhængighed mellem hændelsen og udfaldet. I tilfælde, hvor disse stokastiske betingelser er opfyldte, kan risiko reduceres til stokastisk usikkerhed.⁵³

Problemet er dog, at disse tre stokastiske betingelser sjældent er opfyldte, og selv i situationer, hvor et hændelsesforløb er beskrevet med udgangspunkt i disse betingelser, vil der fortsat være et usikkerhedselement til stede i processen, med mindre et individ kan gentage hændelsesforløbet et stort antal gange under de samme konstante forhold.⁵⁴ Endvidere er der stor forskel på, hvordan de forskellige individer forholder sig subjektivt til den objektive hændelse. Et godt eksempel herpå er paraply-eksemplet, hvor et individ står i den situation at skulle beslutte sig for, om vedkommende skal medbringe en paraply eller ej. I dette tilfælde er sandsynligheden for, at det kommer til at regne, kendt, men der er stor forskel på, hvorledes individerne bryder sig om at slæbe rundt på paraplyen, eller om i hvor høj grad de bryder sig om at blive våde.⁵⁵ Så selvom sandsynligheden for, at hændelsen forekommer, er kendt og ens for alle individer, så vil udfaldet af hændelsesforløbet kunne variere fra individ til individ, og det samlede hændelsesudfald vil ikke være konstant.

4.1.3 Keynes' General Theory

Formålet med dette afsnit er at udføre en grundig redegørelse for Keynes' kriseteori, der i sammenhæng med de ovenfor beskrevne begreber, kommer til at danne ramme om den post-keynesianske del af analysen. Som en del af gennemgangen, vil der indledningsvist redegøres for, hvordan Keynes opfatter den finansielle sektor, samt en beskrivelse af relationerne mellem det finansielle system og den reale sektor. Med udgangspunkt i denne beskrivelse vil der efterfølgende bringes en gennemgang af kriseteorien, som beskriver hvorfor kriser ifølge Keynes opstår.

⁵² Thomsen (2012): Inspiration og afskrift.

⁵³ Jespersen (2009): Side 113.

⁵⁴ Jespersen (2009): Side 113.

⁵⁵ Jespersen (2009): Side 115.

Penges betydning for den kapitalistiske økonomi⁵⁶

For at kunne forstå Keynes' kriseteori, er det vigtigt at have en grundlæggende forståelse for, hvordan han opfatter forholdet mellem den reale og den finansielle sektor. Det, der overordnet set adskiller Keynes' opfattelse af den monetære sektor fra andre økonomiske tilgange, er, at han fokuserer på, at der er interdependens mellem de forskellige økonomiske markeder. I denne sammenhæng mellem den reale og den finansielle sektor. Dette medfører, at Keynes ikke betragter de økonomiske markeder individuelt, men derimod som en helhed.

I Keynes' optik er den kapitalistiske økonomi karakteriseret ved dyre kapitale aktiver samt et komplekst og yderst sofistikeret finansielt system. Fokus i den kapitalistiske økonomi ligger på at akkumulere kapital i en økonomi, der bevæger sig i realtid. For at kunne opretholde den kapitale udvikling må der investeres i den reale sektor, som er styret af en udveksling af nutidige penge for fremtidige penge. Årsagen til dette er, at nutidens penge betaler for de ressourcer, der skal anvendes til at foretage investeringer med i dag, og fremtidens penge er den profit, der i fremtiden vil tjenes på investeringerne. Disse penge tilfalder så vedkommende, som ejer de kapitale aktiver.⁵⁷

Argumentationen for, hvordan Keynes opfatter relationerne mellem den reale og finansielle sektor, tager overordnet set udgangspunkt i forklaringen om nutidige og fremtidige penge. Keynes har den opfattelse, at penge er forbundet med finansiering gennem tid, og tager her stor afstand fra det kvantitetsteoretiske sammenhæng, hvor penge tillægges en langt mindre betydning. I en klassisk kvantitetsteoretisk sammenhæng antages det, at penge udelukkende anvendes til transaktioner, og at goder handles for penge, og penge handles for goder. Keynes herimod mener, at pengestrømmen går fra indskyderen til banken og fra banken til låntageren. På et senere tidspunkt vil pengestrømmen så vende, således at pengene vil strømme fra låntageren til banken og fra banken til indskyderen.⁵⁸ De økonomiske udvekslinger finder således sted, som resultat af en forhandling mellem bank og forretningsmand, der sammen betragter forventningerne til fremtidens omkostninger og profit. Pengestrømmen til virksomheden skal derfor ses som en reaktion på den fremtidige forventede profit, hvor pengestrømmen fra virksomheden tilbage til banken er finansieret af den af virksomheden realiserede profit.⁵⁹

Det fremgår således tydeligt, at det er Keynes' opfattelse, at fortiden, nutiden og fremtiden i en kapitalistisk økonomi er tæt forbundne gennem de finansielle relationer.

Keynes' kriseteori

I dette afsnit vil der tages udgangspunkt i *General Theory of Employment, Interest and Money* kapitel 12: "*The State of Long-Term Expectation*". Keynes tager afsæt i det kapitalistiske system, som er præsenteret ovenfor, hvor den reale og den finansielle sektor er stærkt forbundne gennem de finansielle relationer.

⁵⁶ Thomsen (2012): Inspiration

⁵⁷ Minsky (1992): Side 2.

⁵⁸ Minsky (1992): Side 3.

⁵⁹ Minsky (1992): Side 3-4.

På baggrund af Keynes' opfattelse af den kapitalistiske økonomi opstiller han indledningsvist to overordnede punkter, som afspejler hans overvejelser i forbindelse med forventningsdannelsen til det potentielle udbytte på kort og lang sigt. Det første punkt omhandler de faktorer, som i større eller mindre grad er kendte. Disse faktorer omfatter blandt andet den allerede eksisterende beholdning af forskellige typer af kapitale aktiver og kapitale aktiver i det hele taget. Endvidere omfatter de styrken af den eksisterende efterspørgsel efter kapitalintensive goder. Det fremgår, at disse faktorer ligger til grund for den kortsigtede forventningsdannelse, som er behæftet med en mindre grad af usikkerhed end den langsigtede. Overvejelserne i punkt to tager udgangspunkt i hændelser, som kun kan forudsiges med en større eller mindre grad af sikkerhed. De faktorer, som indgår i dette punkt er eksempelvis fremtidige ændringer i type og mængde af kapitalaktiv-beholdningen og forbrugernes præferencer. Desuden anses styrken af effektiv efterspørgsel fra tid til anden samt ændringen i lønigheden, som forekommer i investeringens levetid, for at have en betydning for forventningsdannelsen, som i denne sammenhæng foregår på lang sigt.⁶⁰

Til trods for at Keynes anvender en åben tilgang til økonomien, mener han, at det vil være unødvendigt at tillægge faktorer, som er behæftet med en høj grad af usikkerhed, for stor betydning i forhold til den økonomiske analyse. Begrebet "the state of confidence" er netop et udtryk for, hvor stor en tillid, der haves til de forecasts, der foretages i forbindelse med beregningen af det potentielle udbytte. For at undgå en for stor usikkerhed inden for rammerne af diskussionen om forventningsdannelsen, opstiller Keynes en antagelse om, at renten er givet, hvilket resulterer i, at ændringerne i værdien af investeringerne kun påvirkes af forventningerne til det potentielle udbytte og ikke af ændringerne i den rente, hvormed investeringslånet er finansieret. Det fremgår således, at Keynes opstiller en semi-closure-model frem for en åben analysemodel.⁶¹

Keynes lægger i kapitel 12 vægt på, at der gennem tiden er sket en samfundsmæssig udvikling, og at der i denne forbindelse er opstået flere indflydelsesrige aktører i samfundet. I tiden før Keynes udviklede sin teori er den reale sektor domineret af entreprenører, som har viljen og evnen til at producere i og udvikle den reale sektor. Entreprenørens virksomhed anses for at være hans livsstykke, og hans arbejde er således i højere grad en livsstil, som kan karakteriseres som et lotteri, der er baseret på mavefornemmelse, frem for en egentlig søgen efter profit, der tager udgangspunkt i beregnede forecasts. Efterhånden som samfundet udvikler sig, sker der en separation mellem entreprenøren og ledelsen af virksomheden, den såkaldte kapitalentreprenør. Kapitalentreprenørens funktion er at finansiere investeringer og udvikling i realkapitalen. De to aktører har modsatrettede interessesæt, da entreprenøren ønsker at opnå udbygning, mens kapitalentreprenøren ønsker at opnå udbytte. Opdelingen mellem de to typer af entreprenører og udviklingen af et organiseret investeringsmarked skaber grobund for en ny type aktør; den finansielle kapitalist. Finanskapitalisten har hverken interesse i eller egentlig viden om den reale produktion og ser det mere profitabelt at investere i de nyudviklede finansielle produkter.⁶²

Finanskapitalisten er ikke nødvendigvis professionel inden for faget, men kan være en hvilken som helst person, som ønsker at udvide sin formue gennem investeringer i den finansielle sektor. Eksempelvis kan en person, som ønsker at investere sin velstand på aktiemarkedet betegnes som

⁶⁰ Keynes (1973): Side 147.

⁶¹ Keynes (1973): Side 148-149.

⁶² Keynes (1973): Side 150-151.

en finanskapitalist, og vedkommende agerer således på baggrund af uvidenhed frem for faglige kompetencer. Til trods for at det finansielle marked er domineret af professionelle værdipapirshandlere, og det dermed kan forestilles at uvidenheden fra de uprofessionelle aktører på markedet bliver udlignet, agerer selv de professionelle ikke med udgangspunkt i deres viden om den bagvedliggende realkapitalinvestering. Herimod investerer også de professionelle på baggrund af de kortsigtede revurderinger, der dagligt sker på aktiemarkedet. Priserne på aktiemarkedet afhænger således af de gennemsnitlige forventninger hos de, der handler på aktiemarkedet og ikke af de professionelle entreprenørers forventning til det potentielle udbytte. Det fremgår således, at det professionelle kendskab til realinvesteringerne bliver sat i baggrunden, da de bedste handler ikke tager udgangspunkt i de klogeste men nærmere de smarteste beslutninger, i den forstand at de er baseret på forventningerne til de andre investorers forventninger; massepsykologien.⁶³

I denne sammenhæng udtænker Keynes et begreb, "animal spirit", som beskriver måden hvorpå investorerne agerer i den finansielle sektor; med stor optimisme og uden at tænke over konsekvenserne.

*"It is safe to say that enterprise which depends on hopes stretching into the future benefits from the community as a whole. But individual initiative will only be adequate when reasonable calculation is supplemented and supported by animal spirits, so that the thought of ultimate loss which often overtakes pioneers, as experience often overtakes them, is put aside as a healthy man puts aside the expectation of death."*⁶⁴

Keynes udtrykker hermed at aktiehandlen er baseret på menneskets naturlige trang til at handle frem for at være passiv. Forventningerne er derfor baserede på en spontan optimisme i stedet for kalkulerede overvejelser.

Det, at Keynes anerkender at aktørerne på aktiemarkedet handler med udgangspunkt i deres spontane natur, medvirker til, at der opstår usikkerhed i det økonomiske system. Som tidligere nævnt er usikkerhed et centralt begreb inden for den post-keynesianske tilgang til økonomien, og Keynes fremhæver i sin fremstilling af den finansielle sektor særligt følgende fem faktorer.

Det første usikkerhedselement opstår i sammenhæng med at aktørerne på det finansielle marked, som tidligere nævnt, er uvidende og handler med udgangspunkt i animal spirit. Dette resulterer i, at der skabes usikkerhed, netop fordi graden af kendskab til den reale sektor hos aktørerne på det finansielle marked mindskes. Den anden faktor, som skaber usikkerhed, er de små svingninger i profitten, der sker fra dag til dag og er forårsaget af små og i nogle tilfælde ubetydelige faktorer. Dette usikkerhedselement skal betragtes i forbindelse med den tredje usikkerhedsfaktor, som påpeger, at den massepsykologi, der hersker på det finansielle marked, medfører at disse små og ubetydelige faktorer, som egentlig ikke påvirker det potentielle udbytte, tillægges stor betydning. Keynes tillægger endvidere denne massepsykologi stor betydning, netop fordi den medfører at selv de professionelle investorer, som besidder en viden om den reale sektor, er forhindrede i at anvende denne viden, da det giver en højere afkast at have fokus på massepsykologien frem for det reale kendskab. Det femte og sidste usikkerhedselement er, at pengeinstitutternes forventninger til fremtiden ligeledes spiller en central rolle. Årsagen til dette er, at en manglende optimisme

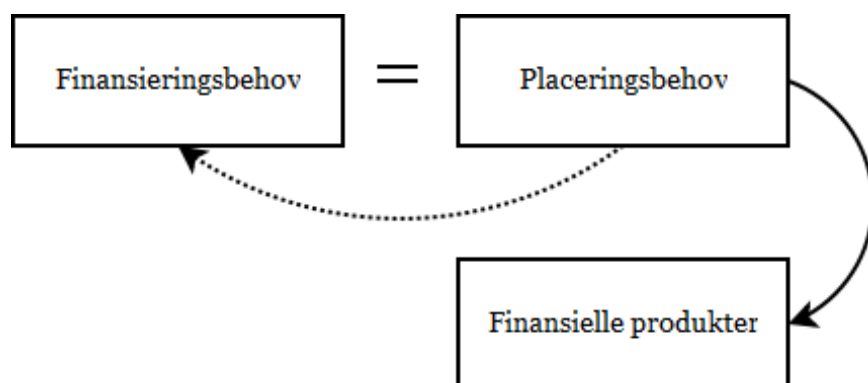
⁶³ Keynes (1973): Side 151 og 156.

⁶⁴ Keynes (1973): Side 162.

fra bankernes side kan resultere i, at det bliver mere problematisk at få adgang til likviditet gennem lån.⁶⁵

Med udgangspunkt i det ovenstående fremgår det, hvordan der opstår usikkerhed samt ustabilitet og derved økonomiske kriser i samfundet. Sammenhængen mellem den finansielle og den reale sektor, som Keynes opfatter det kan illustreres som i figur 22.

Figur 22: Økonomisk ubalance



Inspiration: Keynes (1973): Kapitel 12.

For at der kan være balance i samfundet, bør der være en overensstemmelse mellem den reale sektors finansieringsbehov; dens behov for at få finansieret realkapital, og den finansielle sektors placeringsbehov; dens behov for at placere likviditet. Den økonomiske udvikling kan kun opretholdes, hvis der akkumuleres kapital i den reale sektor, hvilket sker med udgangspunkt i investeringsprojekter, som finansieres gennem den finansielle sektor. Den finansielle sektor har et placeringsbehov, idet den ønsker at skabe en profit på baggrund af pengeindstrømningen til bankerne. I tilfælde, hvor der kun eksisterer to aktører på markedet; entreprenøren og kapitalentreprenøren, vil der være overensstemmelse mellem den førstnævntes finansieringsbehov og den sidstnævntes behov for at placere likviditet. I dette tilfælde går ligningen op og udviklingen i den reale sektor bliver opretholdt. I det øjeblik, hvor den finansielle kapitalist træder ind på markedet og udgør en del af placeringsbehovet, opstår der en ubalance i økonomien. Årsagen til dette er, at finanskapitalisten, som tidligere nævnt, ikke har nogen interesse i at udvikle den reale sektor men herimod blot ønsker at opnå den højeste mulige profit. Så længe finanskapitalisten har mulighed for at placere sin velstand i finansielle produkter, er der ikke incitament til at investere i realkapital, særligt ikke når finanskapitalisten ikke har noget udpræget kendskab til den reale sektor. Det, at der opstår en tredje agent i økonomien, er således medvirkende til at hæmme udviklingen i den reale sektor, da det ikke er attraktivt at investere i kapitale investeringsprojekter. Dette resulterer derfor i, at der opstår ubalance i økonomien.⁶⁶

⁶⁵ Keynes (1973): Side 153-158.

⁶⁶ Keynes (1973): Side 160-161.

4.1.4 Minskys hypotese om finansiell ustabilitet⁶⁷

Minskys hypotese om finansiell ustabilitet skal anses som en videreudvikling af Keynes' kriseteori, som Minsky anerkender, men tillægger et innovativt aspekt, for at tilpasse den økonomiske udvikling, der er sket gennem tiden. Hypotesen tager udgangspunkt i Keynes' opfattelse af den kapitalistiske økonomi, som fremgår af afsnit 4.1.3, og det er således denne opfattelse, der skaber rammerne om Minskys teori.

Det innovative perspektiv, som Minsky tillægger Keynes' opfattelse af den kapitalistiske økonomi, er, at han mener, at det er vigtigt at inddrage det aspekt, at samfundets udvikling gennem tid påvirker adfærden og strukturen i den finansielle sektor. Måden hvorpå Minsky mener, at den samfundsmæssige udvikling påvirker det finansielle system, er at han ikke vurderer, at sektoren kan analyseres uden at betragte husholdningernes, statens og internationale enheders finansielle forhold, da alle disse finansielle aktører netop er medvirkende til at påvirke adfærden og strukturen i den finansielle sektor.⁶⁸ Endvidere fokuserer Minsky på bankernes rolle i økonomien, og bankierne anses i hans optik for at være profitsøgende agenter på samme niveau som entreprenørerne. Bankierne er således af den opfattelse, at profit opnås gennem innovativ udvikling. Med udgangspunkt i Minskys forestilling om bankernes rolle i det økonomiske system, kan bankierne opfattes som gældshandlere, der søger efter at innovere i aktiverhvervelse og i de forpligtelser, som de markedsfører.⁶⁹

Som det fremgår af det ovenstående tillægger Minsky bankerne en stor rolle i forbindelse med udviklingen og stabiliteten i den finansielle sektor. Årsagen til dette er, at det er bankerne, der står for at udbyde og håndtere mange af gældsrelationerne i systemet. Minsky opdeler gældsrelationerne i tre kategorier afhængigt af, hvor risikable de er, henholdsvis; hedge-, spekulativ- og ponzifinansiering. En hedgeenhed er en låntager, der kan opfylde sine kontraktuelle forpligtelser udelukkende med udgangspunkt i sin pengestrøm. Dette betyder, at låntagerens likviditet er større end gældsbetalingerne. En spekulativ enhed medfører, at låntageren ikke kan betale alle sine kontraktuelle forpligtelser med udgangspunkt i pengestrømmen. Dette betyder, at der kun lige er likviditet nok til at betale den påløbende rente, men ikke nok til at afbetale på selve hovedstolen. Dette resulterer i, at låntageren er nødsaget til at oprette ny gæld for at kunne imødekomme forpligtelserne på den nuværende gæld. Ved ponzifinansiering er pengestrømmen hverken stor nok til at overholde betalingsforpligtelserne på hovedstolen eller til at betale den påløbende rente på den udestående gæld. Sådanne enheder kan vælge at sælge aktiver eller låne for at kunne betale renteudgifterne. En enhed med ponzifinansiering forringer sikkerhedsmarginen for indehaveren af gælden, hvilket medfører, at denne lånetype bliver meget følsom over for renteændringer.⁷⁰

Med afsæt i de tre ovenstående finansieringsformer argumenterer Minsky for, at i en situation, hvor økonomien er domineret af hedgefinansiering, vil det finansielle system kunne betragtes som et ligevægtssøgende system. Herimod vil et system som er domineret af spekulativ- og ponzifinansiering øge sandsynligheden for, at dette vil være afvigende og mere ustabil. På baggrund af

⁶⁷ Thomsen (2012): Inspiration.

⁶⁸ Keynes (1972): Side 4-6.

⁶⁹ Keynes (1972): Side 6.

⁷⁰ Minsky (1992): Side 7.

ovenstående argument opstiller Minsky hypotesens første teorem, som siger, at økonomien har to forskellige finansielle regimer; et hvor økonomien er stabil, og et hvor økonomien er ustabil. Hypotesens andet teorem påpeger, at økonomien over en længere periode med økonomisk velstand vil forandre sig, således at den går fra at være en økonomi med finansielle relationer, der skaber stabilitet, til at være en økonomi med finansielle relationer, der skaber ustabilitet. Årsagen til dette er, at aktørerne i en økonomisk opgang er villige til at påtage sig større og større risiko, hvilket resulterer i, at økonomien skifter fra at være et system domineret af hedgefinansiering til at være domineret af spekulativ og ponzifinansiering.⁷¹ I forbindelse med det ovenfor nævnte innovationsaspekt, kan det ligeledes tænkes, at den finansielle ustabilitet afhænger af graden af finansielle innovationer i systemet. Før i tiden blev der ikke iværksat så mange innovationer, og slet ikke i den finansielle sektor. Antages det derfor, at finansiell ustabilitet i større eller mindre grad kan forårsages af finansielle innovationer, så kan den samfundsmæssige udvikling i sig selv anses for at være medvirkende til at øge tendensen til ustabilitet i den finansielle sektor.

De to ovenstående teoremer danner grundlag for, at Minsky er af den opfattelse, at den finansielle sektor af natur er ustabil. Ifølge Minsky opstår finansiell ustabilitet på baggrund af ikke-udsædvanlige overraskelsesmomenter. Overraskelsesmoment i den forstand, at det er umuligt at forudse, hvornår ubalancen opstår, og ikke-udsædvanlig, fordi det er endogene kræfter i det finansielle system, der forårsager de chok, som ryster økonomien. Begrundelsen herfor er, at agenternes evige søgen efter profit er skyld i, at låntagerne er villige til at påtage sig større og større risiko, mens den samfundsmæssige udvikling gør det muligt for pengeinstitutterne at udvikle produkter, som kan imødekomme låntagernes ønsker, og samtidig være en god forretning for bankerne selv. Et resultat heraf er, at den finansielle sektor bliver mere og mere risikofyldt efterhånden, som tiden går. På et eller andet ukendt tidspunkt vil den øgede risiko tage overhånd og medføre alvorlige problemer for hele økonomien.⁷²

4.2 Monetaristisk teori

I det følgende afsnit vil der indledningsvis bringes en gennemgang af den monetaristiske metodologi for herigennem at skitsere rammerne for den monetaristiske tænkning. Endvidere redegøres der for Friedmans fortolkning af kvantitetsteorien med udgangspunkt i Fishers version. Årsagen til at det er Friedmans tilgang til monetarismen, som er anvendt, er, at han anses for at være monetarismens fader.

4.2.1 Metodologi⁷³

Til trods for at Milton Friedmans monetarisme tager afsæt i klassisk tankegang, tager Friedman afstand fra den komplet normative tankegang, der præger klassikerne, hvilket fremgår af hans

⁷¹ Minsky (1992): Side 8.

⁷² Minsky (1986): Side 244-245.

⁷³ Jalling & Thomsen (2012): Inspiration og afskrift.

metodologiske artikel *The Methodology of Positive Economics*. Friedman lægger i stedet vægt på positivisme og således på, hvordan økonomien er frem for, hvordan den bør være.⁷⁴

Friedman inddrager dog fortsat nogle normative elementer, når han skal definere en teori. Det er vigtigt, at teorien er simpel og afspejler den empiriske virkelighed på den måde, at den skal kunne komme med meningsfulde forudsigelser om uobserverede hændelser. Endvidere er det vigtigt, at teorien lægger op til en systematisk og struktureret analysemetode, som indeholder de vigtigste faktorer til at beskrive virkeligheden.⁷⁵ Friedman lægger vægt på, at empirien kan være medvirkende til at falsificere teorien, hvorimod den ikke kan verificere den. Det normative element i Friedmans tænkning er, at han giver klassikerne ret i, at en model er en model, og at det derfor er nødvendigt, at der tages nogle forbehold i form af antagelser. En model skal således ikke være en 1:1 afbildning af virkeligheden.

For at kunne opstille en simpel model er det nødvendigt at opstille en række antagelser, som ikke partout er realistiske. Friedman er ikke negativt stemt over for disse urealistiske antagelser, da han mener, at en urealistisk antagelse kan have en nyttig funktion i forhold til anvendelsen af modellen. Han argumenterer for, at anvendelsen af urealistiske antagelser kan bidrage til en brugbar konklusion. Et klassisk eksempel på dette er Friedmans bladeksempel, hvor han forsøger at beskrive træets naturlige vækst med udgangspunkt i den kontroversielle mikroøkonomiske antagelse om agenternes nyttemaksimerende adfærd, frem for med en biologisk forklaring. Hvis træet betragtes, vil det kunne observeres, at bladtætheden på solsiden er større end på skyggesiden af træet. Dette er naturligt, da bladene har brug for sollys for at kunne udvikle sig og leve. Friedman anser bladene som nyttemaksimerende agenter, som forsøger at opnå den størst mulige mængde sollys i forhold til deres placering, da sollyset antages at være den nyttegivende faktor for bladene.⁷⁶ Den biologiske forklaring er dog, at bladtætheden på skyggesiden er mindre, fordi blade, der ikke udsættes for nok sollys, med tiden vil dø. Friedman vil naturligvis til enhver tid mene, at den biologiske forklaring er den korrekte, men pointen med eksemplet er, at bladene opfører sig som om, de er nyttemaksimerende agenter, fordi det falder dem naturligt. Dette kan overføres til virkeligheden, da virksomhederne eksempelvis ikke nødvendigvis anvender matematikken til at løse avancerede optimeringsproblemer men derimod opfører sig som om de profitmaksimerer, da de ellers vil blive trængt ud af markedet som følge af den naturlige selektion.⁷⁷

Det fremgår således af det ovenstående, at Friedman går ind for den simple afgrænsede model, som klassikerne anvender. Dette medfører at hans metodologi i forbindelse med tre-verdensmodellen er deduktiv, og at hans teori derfor hovedsageligt befinder sig i Verden 2. Det er dog vigtigt, at teorien kan testes i forhold til empirien, således at der kommer en relation mellem Verden 2 og Verden 1 i modellen.

⁷⁴ Friedman (1953): Side 4.

⁷⁵ Friedman (1953): Side 7.

⁷⁶ Friedman (1953): Side 19-20.

⁷⁷ Friedman (1953): Side 22.

4.2.2 Fishers kvantitetsteori⁷⁸

Det klassiske pengemarked tager udgangspunkt i kvantitetsteorien, som beskriver forholdet mellem pengemængden, M , omløbshastigheden, V , priseniveauet, P , og outputtet, Y :

$$M\bar{V} = P\bar{Y}.$$

Det antages, at omløbshastigheden og outputtet er konstant i modellen. Årsagen til, at outputtet er konstant, er, at det er givet ud fra udbudssiden, og da virksomhederne på kort sigt ikke har mulighed for at ændre deres produktion, er det med udgangspunkt i klassisk teori muligt, at antage, at denne størrelse ikke varierer. Omløbshastigheden kan antages at være konstant på kort sigt, da den afhænger af institutionelle forhold som betalingsvaner og af betalingsteknologien i samfundet. Da disse forhold ikke ændrer sig på kort sigt, antages det, at omløbshastigheden er konstant. En antagelse om konstant omløbshastighed er det samme som antagelsen om, at pengeefterspørgslen er meget lidt rentefølsom og at omløbshastigheden således ikke påvirkes af pengemængden.⁷⁹ Når det antages, at disse to størrelser er konstante, fremkommer der et proportionalt forhold mellem den eksogent givne pengemængde og priseniveauet.

Kvantitetsteorien kan desuden fortolkes som en implicit teori om aggregeret efterspørgsel. Årsagen til dette er, at hvis sammenhængen mellem pengemængden og priseniveauet betragtes, vil en forøgelse af pengemængden føre til et overudbud af penge. Dette vil resultere i, at individer forsøger at reducere deres pengebeholdning til optimale niveau ved at reallokkere deres indkomst til yderligere forbrug og investeringer. Penge kan på baggrund af dette anses som et reelt gode. Den øgede efterspørgsel efter forbrugsgoder skaber et opadgående pres på priseniveauet, som først ophører, når priseniveauet er steget lige så meget som pengemængden.

Den aggregerede udbudskurve i klassiske teori antages at være lodret på kort sigt, da det antages, at der er perfekt pris- og lønflexibilitet. Forklaringen på at kurven er lodret, er, at en stigning i priseniveauet vil medføre et fald i reallønnen, hvilket vil resultere i, at færre arbejdere ønsker at arbejde til den lavere løn. Ønsker virksomheden derfor at producere den samme mængde output, må den nominelle løn stige i takt med priseniveauet. En prisstigning har således ingen påvirkning på outputtet.⁸⁰

Betragtes sammenhængen mellem den lodrette aggregerede udbudskurve og den aggregerede efterspørgselskurve, som er baseret på kvantitetsteorien, fremgår det, at en stigning i pengemængden, som medfører en øget aggregeret efterspørgsel, ikke har nogen effekt på outputtet men blot resulterer i et opadgående pres på priseniveauet. Penge anses således for at være realøkonomisk neutrale.

I det klassiske system antages det, at renten har en stabiliserende effekt på den aggregerede efterspørgsel, idet den justerer komponenterne; forbrug, investeringer og offentligt forbrug, således af disse ikke påvirker den aggregerede efterspørgsel.

Renten fastsættes i det klassiske system med udgangspunkt i udbud og efterspørgsel efter lånbare midler, altså på varemarkedet, hvilket betyder at renten er reelt bestemt, da det i denne sammen-

⁷⁸ Jalling & Thomsen (2012): Inspiration og afskrift.

⁷⁹ Brink (2001): Side 190

⁸⁰ Froyen (2009): Side 54-55.

hæng antages, at investeringerne er lig med opsparingen. Årsagen til denne sammenhæng er, at virksomheder, der skal investere, i nogle tilfælde har brug likviditet for at kunne gennemføre investeringsplanerne. Denne likviditet får virksomhederne adgang til i kraft af, at andre virksomheder og individer ønsker at opspare en del af deres indkomst.

Renten betragtes som en funktion af udbud og efterspørgsel af lånbare midler. Både investerings- og opsparingstilbøjeligheden er rentefølsomme i det klassiske system. Denne rentefølsomhed kommer til udtryk, ved at en høj rente vil resultere i, at flere individer og virksomheder ønsker at opspare en større andel af deres indkomst. Opsparing, udbuddet af lånbare midler, ses som et trade-off mellem forbrug i dag og forbrug i fremtiden. Efterspørgslen efter lånbare midler, er en aftagende funktion af renten, da virksomhederne investerer mindre, når renten er høj. Årsagen til dette er, at virksomhederne lister deres investeringsprojekter efter den forventede profit. Når renten er høj, er der således ikke ret mange af disse investeringsprojekter, der er profitable, fordi den høje rente medfører højere omkostninger. I takt med at renten falder, vil flere og flere projekter blive profitable, ikke blot for en enkelt virksomhed, men for dem alle som en helhed på et aggregeret niveau. Dette medfører, at efterspørgslen efter lånbare midler er lav når renten er høj og omvendt. Ligevægtsrenten er således den rente, der medfører, at udbuddet og efterspørgslen efter lånbare midler udligner hinanden.⁸¹

Som tidligere nævnt har renten i det klassiske system en stabiliserende effekt på den aggregerede efterspørgsel. Årsagen til denne stabilisering er, at i tilfælde hvor virksomhederne eksempelvis nedjusterer forventningerne til investeringsprojekternes profit, vil efterspørgslen efter lånbare midler falde. Det antages, at den offentlige sektor har et balanceret budget og dermed ikke påvirker modellens komponenter, og at det således udelukkende er virksomhedernes forventninger, der påvirker efterspørgslen efter lånbare midler. Når efterspørgslen efter lånbare midler falder, vil det medføre et rentefald. Rentefaldet resulterer i to justeringseffekter. Den første effekt er, at et fald i renten vil medvirke til, at individer vælger at opspare mindre, hvilket får forbruget til at stige. Den anden effekt er, at når renten falder, vil der være flere investeringsprojekter, som er profitable for virksomhederne, og mængden af investeringer genoprettes. I den nye ligevægt, der opstår på det lavere renteniveau, vil størrelsen af stigningen i forbruget samt af stigningen i investeringerne være præcis det samme som det oprindelige fald i investeringsefterspørgslen.⁸²

4.2.3 Friedmans fortolkning af kvantitetsteorien⁸³

Friedmans relancering af kvantitetsteorien kan anses som en modifikation af Fishers udgave af kvantitetsteorien, hvor der er sammenhæng mellem priseniveau og pengemængde. Friedman er enig med Fisher og de andre klassiske økonomer om, at denne sammenhæng er gældende, men den væsentligste forskel mellem den oprindelige og den modificerede teori er, at Friedman opstiller en hel portefølje af faktorer, som påvirker efterspørgslen efter penge. Disse faktorer, som Friedman tilføjer, er medvirkende til at gøre pengeefterspørgslen nominel og hermed understrege, at penge efter hans mening har en betydning. I sin relancering lægger Friedman vægt på, at kvanti-

⁸¹ Froyen (2009): Side 58.

⁸² Froyen (2009): Side 59.

⁸³ Jalling & Thomsen (2012): Inspiration og afskrift.

tetsteorien er en pengeefterspørgselsteori og *ikke* er en teori om output, pengeindkomst eller prisniveau.⁸⁴

Friedman lægger ligesom Keynes og andre økonomer hovedsageligt vægt på efterspørgslen efter penge frem for på udbuddet. Årsagen til dette er, at pengeudbuddet anses at være politisk bestemt og styret af Nationalbanken. Pengeefterspørgslen afhænger, efter Friedmans mening, af tre overordnede faktorer. Den første faktor er den totale velstand, som kan placeres i forskellige aktiver. Den anden faktor er de relative priser og afkast af én form for velstand sammenlignet med andre former, eksempelvis prisen og afkastet af at holde sin velstand i et hus frem for obligationer. Den tredje og sidste faktor er individernes præferencer i forhold til, hvor de ønsker at placere deres velstand. I forbindelse med disse præferencer anses omkostningerne ved at holde rede penge for at være påvirket af renteniveauet og af de forventede ændringer i prisniveauet.⁸⁵

Velstand kan holdes i en lang række aktiver, og Friedman lægger vægt på de følgende seks. Penge giver i Friedmans betragtning, i modsætning til Keynes' og klassikernes, et afkast. Årsagen til dette er, at pengene kan indsættes på en rentebetalende indlånskonto. Der er i princippet ikke noget tab på penge, men inflationen skal dog tages i betragtning. Endvidere skaber rede penge i Friedmans øjne en vis form for sikkerhed og bekvemmelighed.⁸⁶ En anden form for aktiv, hvori velstand kan holdes, er obligationer. Obligationen anses for at være en evighedsobligation, som tilbagebetaler en konstant strøm af afkast, hvor hovedstolen ikke tilbagebetales. Den effektive rente på obligationen afhænger af den forventede variation i markedsrenten, da den består af kuponen samt kapitalgevinst og -tab.⁸⁷ Aktier er en tredje faktor, hvori velstand kan holdes. Aktiekursen har en negativ effekt på efterspørgslen efter penge, da et højt forventet afkast får individer til at placere en større del af deres velstand i dette aktiv.⁸⁸ En fjerde faktor er fysiske goder, som ligesom aktier kan udbetale et afkast, dog i form af naturalier.⁸⁹ Viden kan ligeledes anses for at være en måde at holde velstand på, da denne kan omdannes til humankapital gennem eksempelvis uddannelse. Afkastet på investeringen i humankapital kan være en højere løn efter uddannelsens afslutning.⁹⁰ Afslutningsvis inddrager Friedman alle andre variable, som kan påvirke individers præferencer i forhold til valget af aktiver. Eksempler på disse andre variable kan være individers mobilitet og flytninger. Da disse præferencer er svære at måle, er de samlet under én variabel.⁹¹ Til trods for at Friedman opstiller en portefølje af faktorer, der kan påvirke pengeefterspørgslen, anser han alligevel ligesom klassikerne penge som en real fordring.

Det fremgår, at Friedman lægger vægt på størrelsen af aktivernes afkast, der påvirker efterspørgslen efter penge. En anden væsentlig faktor, der påvirker den aggregerede pengeefterspørgsel, er virksomhedernes efterspørgsel efter penge, som afhænger af den reale indkomst. Årsagen til, at virksomhedernes indkomst har en effekt på efterspørgslen efter penge, er, at hvis deres nominelle indkomst stiger, vil de efterspørge flere penge til transaktioner, eksempelvis i forbindelse med en

⁸⁴ Friedman (1956): Side 4.

⁸⁵ Friedman (1956): Side 4.

⁸⁶ Friedman (1956): Side 5.

⁸⁷ Friedman (1956): Side 6.

⁸⁸ Friedman (1956): Side 6-7.

⁸⁹ Friedman (1956): Side 7.

⁹⁰ Friedman (1956): Side 8.

⁹¹ Friedman (1956): Side 8-9.

forøgelse af investeringerne. Endvidere påvirker prisniveauet pengeefterspørgslen i forbindelse med, at afkastet på varige goder ses i sammenhæng med inflationen. Begrundelsen for dette er, at varige goder i sig selv ikke giver et egentligt afkast, men at inflationen i perioden, hvor godet bliver holdt, kan anses som en form for afkast herpå.⁹²

Som det fremgår af det ovenstående, mener Friedman, at efterspørgslen efter penge afhænger af afkastet på en række velstandsgoder, samt af prisniveauet og den reale indkomst, og således ikke kun bestemmes på baggrund af produktion og rente. Renten er i Friedmans perspektiv, som i klassikernes, reelt bestemt på baggrund af udbud og efterspørgsel efter lånbare midler. Forskellen mellem Friedman og klassikernes kvantitetsteori er dog, at Friedman mener, at penge har en betydning, hvilket betyder, at han ønsker at gøre efterspørgselsfunktionen nominel.

5.0 Analyse

I dette afsnit vil problemformuleringen med udgangspunkt i de beskrevne hændelsesforløb og teorier blive besvaret. Dette gøres ved først at analysere henholdsvis den store depression og den finansielle krise med udgangspunkt i den post-keynesianske og den monetaristiske tilgang. Herefter vil de to kriser sammenlignes, og der vil blive redegjort for forskelle og ligheder mellem disse. Afslutningsvis vil det undersøges, hvorvidt den store depression har skabt et erfaringsgrundlag, som kommer til udtryk gennem reguleringer, eller om den tidligere hændelse er blevet fortrængt.

5.1 Den store depression

Analysen af den store depression vil indledningsvis tage udgangspunkt i den post-keynesianske og monetaristiske tilgang. Der vil først bringes en analyse af, hvordan post-keynesianerne betragter hændelsesforløbet, og hvilke faktorer, de mener, har haft betydning for forløbet op til og under krisen. For at se den store depression i et andet perspektiv, vil der efterfølgende udføres en analyse med afsæt i Friedman og Schwartz' kvantitetsteoretiske forståelse. Denne analyse vil som den post-keynesianske tage udgangspunkt i det tidligere beskrevne hændelsesforløb og fokusere på, hvilke faktorer, der har været medvirkende til at forårsage det økonomiske boom og den efterfølgende nedgang. Der vil som en del af den monetaristiske analyseafsnit desuden inddrages en post-keynesiansk kritik af Friedman og Schwartz' fortolkning, hvori de faktorer, som er medvirkende til at gøre den ellers så anerkendte analyse tvivlsom, vil betragtes. Afslutningsvis vil der bringes en kritisk vurdering af de to fortolkninger, hvor fordele og ulemper ved de to tilgange diskuteres.

5.1.1 Post-keynesiansk analyse

Som tidligere beskrevet, er fundamental usikkerhed et yderst centralt begreb inden for den post-keynesianske tænkning. Det er derfor nærliggende at påbegynde analysen med en gennemgang af usikkerhedens betydning for den store depression. Med udgangspunkt i denne usikkerhedsbetragtning vil der efterfølgende foretages en analyse af, hvilke faktorer der, med afsæt i Keynes'

⁹² Friedman (1956): Side 11.

kriseteori og Minskys ustabilitetshypotese, kan have spillet en afgørende rolle i forhold til den store depressions opståen.

Fundamental usikkerhed som forklaring på den store depression

Graden af fundamental usikkerhed afhænger i høj grad af, hvor i den økonomiske cyklus, økonomien befinder sig. I en periode med opgangstid, som det ses i USA i 1920'erne, er graden af fundamental usikkerhed på et relativt lavt og stabilt niveau. Årsagen til dette er, at forventningerne til fremtiden er positive, og de færreste bekymrer sig om den fremtidige udvikling. Den optimistiske indstilling til fremtiden betyder, at individerne ikke behøver at bekymre sig om arbejdsløshed og ændringer i indkomsten. Dette medfører at individernes adfærd følger den forventede rationelle adfærd uden de store afvigelser. I en situation som denne giver det ikke nødvendigvis et forkert resultat at anvende ligevægtsbaserede modeller, netop fordi den fundamentale usikkerhed i dette tilfælde kun i mindre grad adskiller sig fra den epistemologiske usikkerhed.

Det fundamentale usikkerhedsbegreb kommer således først rigtigt til sin ret i tilfælde, hvor der sker uforudsete ændringer i økonomien, som påvirker individernes indstilling til fremtiden. Graden af fundamental usikkerhed er i denne situation høj, da individerne nu ændrer adfærd, fordi de begynder at bekymre sig om fremtiden og de problemer, den medfører. I tilfældet med den store depression bekymrer individerne sig om ledighed samt ændret indkomst og frygter, at økonomien atter bliver ramt af uforudsete eksogene chok. Usikkerheden omkring fremtiden vender op og ned på individernes adfærd. Det kan derfor ikke længere forventes, at de agerer som rationelle agenter, da deres handlinger netop skal ses som en reaktion på omverdenen, jævnfør afsnit 4.1.2.

Mange økonomer anser krakket på Wall Street og den store depression som to individuelle hændelser. Herimod mener Christina D. Romer, som analyserer hændelsen med udgangspunkt i post-keynesiansk teori, at det netop er usikkerheden, der kæder de to hændelser sammen.⁹³ Årsagen er, at ændringerne i de realøkonomiske størrelser danner grundlaget for en usikkerhed, der ligeledes påvirker den finansielle sektor. Med udgangspunkt i den rentestigning, som Federal Reserve foretager i forbindelse med den markante udvikling på aktiemarkedet, bliver de rentefølsomme erhverv påvirket. Jævnfør afsnit 2.1.1, er det netop disse erhverv, der er medvirkende til at danne grundlag for den ekspansion, der er sket gennem 1920'erne. Rentestigningen har den effekt, at de rentefølsomme virksomheder mister investeringslysten, da der er færre investeringsprojekter, som er profitable. Dette medfører en nedgang i virksomhedernes udgifter, hvilket påvirker den aggregerede efterspørgsel i en negativ retning. Det, at der sker en tilbagegang for de vækstbærende erhverv, medfører at der opstår usikkerhed omkring fremtidens udbytte. Til trods for at det i den post-keynesianske optik ikke er den reale udvikling, der bestemmer prisen på aktierne, har denne udvikling fortsat en indflydelse på investorernes forventninger til fremtiden. Det kan således tænkes, at krakket på Wall Street opstår, fordi boblen på aktiemarkedet brister, da investo-

⁹³ Romer (1990): Side 597.

ernes optimisme omkring det fremtidige afkast forsvinder. Dette resulterer i, at de forsøger at trænge ud af markedet, mens der stadig er en profit at hente.⁹⁴

Adfærden på aktiemarkedet er i høj grad styret af forventningsdannelse. I tider med økonomisk opgang er investorernes forventninger til fremtiden optimistiske, og de forventer, at udviklingen vil fortsætte i samme retning som den allerede gør. Jævnfør afsnit 4.1.3 argumenterer Keynes for, at udviklingen på aktiemarkedet i stigende grad er fastsat med afsæt i individernes forventninger til hinandens forventninger og ikke på baggrund af den reale værdi af det underlæggende kapitalapparat eller investeringsprojekter. Dette betyder, at i en periode med økonomiske opsving, hvor alle aktører på aktiemarkedet er positivt indstillede overfor fremtiden, da vil det også være denne adfærd der vil handles efter - altså med udgangspunkt i et stigende marked. Den adfærd kan da medføre, at der sker et spekulationsboom på aktiemarkedet, som resulterer i, at aktiekurserne stiger kraftigere end udviklingen i de bagvedliggende reale aktiver. En sådan udvikling vil fortsætte indtil der er noget, som påvirker de positive forventninger til fremtiden.

I overensstemmelse med den ovenstående beskrivelse af hændelsesforløbet, indtræffer dette vendepunkt i forbindelse med, at Federal Reserve indfører rentestigninger. Dette tiltag samt den efterfølgende udvikling i den reale sektor, får investorerne til at blive mere usikre på fremtiden, hvilket resulterer i, at deres forventninger til det fremtidige afkast bliver mere pessimistiske. En sådan ændring i adfærden kan medføre at kursudviklingen på aktiemarkedet vender lige så hurtigt som den i første omgang er opstået, hvilket kan resultere i, at der opstår panik på markedet, da alle ønsker at opnå et højest muligt afkast under de nu ændrede omstændigheder. Det er netop denne forventningsdannelsesadfærd, der kan tænkes at have været medvirkende til det spekulationsboom, der sås op til den store depression og efterfølgende i forbindelse med krakket på Wall Street.

Det fremgår således af det ovenstående, at usikkerheden kan have spillet en central rolle i forbindelse med krakket på Wall Street. Spørgsmålet er blot, hvordan krakket på Wall Street kan have påvirket den efterfølgende økonomiske udvikling og have medvirket til at føre økonomien ned i en dyb recession. Begrundelsen for dette kan tænkes at være, at aktiemarkedet kan anses for at være en ufuldkommen afspejling af realøkonomien. Det er naturligt, at udviklingen på aktiemarkedet er præget af fluktuationer, men når disse bliver tilpas store, påvirker de individernes forventninger til den fremtidige indkomst. Årsagen til dette er netop, at individerne er klar over, at de store udsving er forårsaget af usikkerhed i de underliggende faktorer. Til trods for, at det kun er meget få husholdninger, som holder deres velstand i aktier, kommer de således til at føle sig fattigere, da deres forventninger til den fremtidige indkomst bliver præget af usikkerheden.⁹⁵

Det, at forbrugernes forventninger til den fremtidige indkomst ændres, kan tænkes at have en stor effekt på forbruget. Årsagen til dette er, at når individerne bliver usikre omkring fremtidens indkomst, vil de veje op, hvorvidt de er villige til at påtage sig den øgede usikkerhed, der er forbundet med at forbruge i dag frem for at forbruge i fremtiden. Den optimale løsning for individerne er derfor at forbruge det, der er højest nødvendigt og opspare resten til dårligere tider.⁹⁶

⁹⁴ Romer (2003): Side 2-3.

⁹⁵ Romer (1990): Side 603-604.

⁹⁶ Romer (1990): Side 602.

Udviklingen i privatforbruget fremgår af figur 2 i afsnit 2.1.3, hvor det ses, at forbruget falder i takt med at graden af usikkerhed forøges. I perioden omkring krakket på Wall Street ses et moderat fald i det private forbrug, da det blot er usikkerheden omkring aktiemarkedet, der påvirker forbruget. Efterhånden som krisen udvikler sig, og de tre bankkriser indtræffer, forøges usikkerheden. Begrundelsen herfor er, at bankerne bliver sat under pres, hvilket resulterer i, at individerne bliver usikre omkring deres indeståender og derfor bliver yderligere tilbageholdende med deres forbrug. Dette afspejles i figuren, hvor faldet i det private forbrug forstærkes i 1931, hvor den første bankkrise indtræffer.

En anden faktor, der påvirkes af den øgede usikkerhed, er virksomhedernes udgifter. Som i tilfældet med det private forbrug, er den beslutningsmæssige proces ligeledes baseret på et trade-off mellem forbrug i dag og forbrug i fremtiden. Under normale omstændigheder vil virksomhedernes investeringsbeslutninger tage udgangspunkt i den fremtidige profit, men når fremtiden er usikker er afkastet også usikkert. Dette resulterer i, at virksomhederne ikke har et egentligt grundlag at basere deres investeringsbeslutninger på, og de vil derfor sandsynligvis udsætte investeringerne til sikrere tider.⁹⁷ Virksomhedernes investeringstilbageholdenhed medfører, at deres efterspørgsel efter likviditet i bankerne falder. Spørgsmålet er blot, om virksomhederne i det hele taget vil kunne skaffe likviditet til deres investeringer i tilfælde af, at de ønsker det. I banksektoren kan det tænkes at være svært, at få finansieret sine investeringsprojekter, specielt efter anden og tredje bankkrise, hvor bankerne knap nok har likviditet til at tilbagebetale indskyderne. På aktiemarkedet kan det ligeledes være et problem, fordi usikkerheden har gjort denne finansieringsmulighed mindre let tilgængelig. Det, at virksomhederne er tilbageholdende med investeringerne, og at produktionen falder, jævnfør figur 3 i afsnit 2.1.3, resulterer i, at arbejdsløsheden stiger, hvilket ligeledes forværrer usikkerhedselementet og herigennem påvirker de økonomiske variable yderligere.

Keynes' kriseteori som forklaring på den store depression

Keynes tillægger naturligvis usikkerhed en stor del af skylden for den store depressions udvikling og alvoren af den. Dog argumenterer han, gennem sin kriseteori for, at det er andre og mere specifikke faktorer, der er hovedårsagen til, at krisen er opstået. Jævnfør Keynes' kriseteori, som er beskrevet i afsnit 4.1.3, mener han, at forventningerne til virksomhedernes fremtidige profit er baseret på henholdsvis kort- og langsigtede forventninger. De kortsigtede forventninger er baserede på de faktorer, som kan fastsættes med mere eller mindre sikkerhed, da disse ikke i særlig høj grad kan nå at ændres, når tidshorisonten er forholdsvis kort. De langsigtede forventninger er herimod baseret på en række faktorer, som er behæftet med en højere grad af usikkerhed. Disse kan på lang sigt nå at ændre sig og spiller således en rolle, når forventningerne til den fremtidige profit skal vurderes.

I et samfund, som udelukkende består af entreprenører og kapitalentreprenører, vil forventningsdannelsen på kort og lang sigt tage udgangspunkt i den ovenstående forklaring, og det egentlige investeringsafkast vil først være kendt ex post. I en økonomi, hvor der yderligere eksisterer finanskapitalister, vil forventningsdannelsen tage udgangspunkt i helt andre faktorer, da

⁹⁷ Romer (1990): Side 603.

den reale sektor i princippet bliver sat i baggrunden. Årsagen til dette er, at forventningsdannelsen ikke længere tager udgangspunkt i den underliggende realkapital, men nærmere bliver fastsat med udgangspunkt i finanskapitalisternes daglige revurdering af investeringsprojekterne. Dette medfører, at der forekommer en langt højere usikkerhed i systemet, da finanskapitalisten ikke har nogen reel viden omkring de underliggende faktorer i den reale sektor, men skaber forventninger med udgangspunkt i animal spirit og massepsykologi.

Betragtes månedskursen og den månedlige handelsvolumen for Dow Jones i figur 5, afsnit 2.1.3, ses en drastisk udvikling i kursen og handelsvolumenen frem til slutningen af 1920'erne, hvor udviklingen vender. Denne udvikling kan indikere, at der opstår en overophedning af aktiemarkedet, hvor prisen på aktierne ikke nødvendigvis stemmer overens med den bagvedliggende realkapital og investeringsprojekterne. Det kan derfor tyde på, at udviklingen på aktiemarkedet i højere grad er drevet af animal spirit og af forventninger til at andres forventninger end af realkapitalen. Betragtes den overordnede udvikling dog eksempelvis i sammenhæng med udviklingen i den industrielle produktion, figur 3, er det ikke bemærkelsesværdigt, at udviklingen på aktiemarkedet er så drastisk som den er. Begrundelsen for dette er, at det netop er denne udvikling, der også ses i industriproduktionen. Hvis perioden betragtes med større nøjagtighed, fremgår det imidlertid af de to figurer, at der er en betydelig lag-effekt mellem udviklingen på aktiemarkedet og i den industrielle produktion. Den industrielle produktion ekspanderer allerede fra 1921, hvorimod aktiekursen og handelsvolumen ligger på et forholdsvis stabilt niveau frem til 1924. Det kan således tyde på, at der er en form for ubalance mellem de to, netop fordi aktiekurserne ikke følger udviklingen i den industrielle produktion. Det lader til, at optimismen, som driver aktiemarkedet først for alvor indtræffer, når udviklingen i den reale sektor har været positiv i en periode. Det ses dog i dette tilfælde, at når optimismen først tager fat, fortsætter fremgangen indtil der opstår en hændelse, der får optimismen til at forsvinde. Det, at markedet er drevet af optimisme og massepsykologi kan tolkes af de to figurer, netop fordi kurserne og handelsvolumen på aktiemarkedet forbliver på et lavt niveau efter økonomien har nået sit lavpunkt, hvorimod den industrielle produktion forholdsvis hurtigt er i bedring. Hvis aktiekurserne udelukkende afhænger af den underliggende realkapital og investeringsprojekterne, vil kurserne følge den industrielle produktion mod bedring.

Så længe finanskapitalisten er til stede i økonomien, og hans eneste interesse er at opnå høj profit på kort tid, vil den finansielle sektor således være behæftet med en høj grad af usikkerhed. Måden hvorpå den store usikkerhed i den finansielle sektor påvirker den reale sektor, er ifølge Keynes' artikel fra 1930⁹⁸, at finansieringsbehovet, der eksisterer i denne sektor, ikke bliver dækket. Begrundelsen for dette er, at finanskapitalisten skaber ubalance, da placeringsbehovet i økonomien ikke længere går til den reale sektor, men i højere grad bliver placeret i finansielle produkter og således ikke er medvirkende til at bevare udviklingen i den reale sektor. Med udgangspunkt i empirien er der dog ikke noget klart tegn på at denne ubalance forekommer. Hvis ubalancen skal fremgå af empirien, må de to variable nødvendigvis udvikle sig uafhængigt af hinanden, hvilket ikke kommer klart til udtryk i figurerne.

⁹⁸ Keynes (1972): Side 133.

Allerede kort efter krakket på Wall Street og den begyndende recession, påpeger Keynes, at recessionen kan udvikle sig til en depression, hvis ikke der bliver rettet op på ubalancen mellem den reale og den finansielle sektor. Kun med udgangspunkt i et samarbejde mellem de to sektorer, vil udviklingen i den reale sektor kunne genoprettes, og økonomien komme ud af sin nedtur. Til trods for at Romer analyserer den store depression i retrospekt, og hermed betragter hele hændelsesforløbet, hvor Keynes udtrykker sig i begyndelsen af hændelsesforløbet, observerer hun Keynes' ubalance i økonomien. Måden hvorpå Romer udtrykker denne ubalance er ved at påpege, at aktiekurserne, før boblen på Wall Street brister, når et niveau, der på ingen måde stemmer overens med det udbytte, der kan opnås med udgangspunkt i de reale investeringer.⁹⁹

Minskys hypotese som forklaring på den store depression

Som tidligere nævnt, arbejder Minsky ud fra de samme metodologiske overvejelser som Keynes og betragter den kapitalistiske økonomi på samme måde. Det helt centrale element er at økonomien betragtes dynamisk, og at investeringerne og de finansielle relationer således ikke anses som værende statiske.¹⁰⁰ Med udgangspunkt i denne opfattelse, finder Minsky det væsentligt at analysere økonomien med udgangspunkt i gældsstrukturen i 1920'erne for at kunne belyse årsagen til krisen.¹⁰¹

Analyseres den store depression med udgangspunkt i Minskys hypotese om finansiell ustabilitet, jævnfør afsnit 4.1.4, kan det tænkes, at 1920'ernes økonomiske opsving har ligget til grund for den ændring, der er sket i den finansielle struktur. Årsagen til dette er, at individerne er blevet mindre risikoaverse på grund af de optimistiske forventninger til fremtiden. Dette har medført, at individerne har påtaget sig større og større risiko ved i højere grad at anvende kortsigtede finansieringsløsninger frem for langsigtede løsninger, hvilket netop har været medvirkende til at skabe ustabilitet i den finansielle sektor. Finansieringsstrukturen har således ændret sig fra at være domineret af hedge-enheder til at være domineret af spekulativ- og ponzi-finansiering. Til trods for at Minsky i sin artikel fra 1982 hovedsageligt beskæftiger sig med kriserne i 1960'erne og 1970'erne, giver han udtryk for, at denne ustabilitet netop er årsagen til den store depression.¹⁰²

Med afsæt i Minskys betragtning af, at den finansielle sektor af natur er ustabil, argumenterer han for, at i en periode, hvor gældsstrukturen har ændret sig til et regime, som er karakteriseret ved ustabilitet, er det nødvendigt, at Federal Reserve er rede til at foretage de interventioner, der skal til for, at ustabiliteten ikke tager overhånd og hermed skaber krise i hele økonomien.¹⁰³ Med udgangspunkt i denne argumentation mener Minsky, at årsagen til, at den store depression er blevet så alvorlig, er, at Federal Reserve i forbindelse med den store depression har været for passive og langsomme til at gribe ind. Dette medfører, at ustabiliteten når at ramme realøkonomien før Federal Reserve intervenerer. På det tidspunkt, hvor Federal Reserve griber ind, er de realøkonomiske mekanismer, som ifølge Minsky driver udviklingen; investering og profit, allerede

⁹⁹ Romer (2003): Side 3.

¹⁰⁰ Minsky (1982): Side 6.

¹⁰¹ Minsky (1976): Side 46.

¹⁰² Minsky (1982): Side 8.

¹⁰³ Minsky (1982): Side 10.

ramt, og der er allerede sat gang i økonomiens negative spiral.¹⁰⁴ Påvirkningen af den reale sektor kommer i høj grad til at fremstå som identisk med den, der fremgår af Keynes' kriseteori, hvilket er et udtryk for Minskys inspiration hos Keynes.

Sammenfatning

Det fremgår af den ovenstående analyse, at den fundamentale usikkerhed spiller en central rolle i en periode, hvor der er økonomisk nedgang. I en sådan periode, får den fundamentale usikkerhed en stor magt, fordi den vender op og ned på de økonomiske aktørers adfærd. Det er således umuligt at forudsige deres reaktioner på den samfundsmæssige og økonomiske udvikling. Til trods for at usikkerhedselementet ikke indgår direkte i hverken Keynes' eller Minskys teorier, betyder det ikke nødvendigvis, at de ikke tager højde for tilstedeværelsen af denne i deres analyser. De påpeger blot andre og mere specifikke faktorer, som de mener, er hovedårsagen til, at kriser opstår.

Med afsæt i hver af de tre post-keynesianske tilgange er det muligt at udarbejde en fyldestgørende analyse af den store depression, som alle anvender argumenter, som stemmer overens med hændelsesforløbet. Hverken Keynes eller Minsky giver en decideret forklaring på krakket på Wall Street, men med udgangspunkt i det fundamentale usikkerhedselement, forklarer Romer dog, at usikkerhed og den hertil hørende ændrede adfærd kan have påvirket aktiemarkedet, som bygger på et skrøbeligt fundament af forventninger. Dette har således medvirket til en nedsmeltning af aktiemarkedet.

5.1.2 Monetaristisk analyse

Milton Friedman og Anna J. Schwartz' analyse af årsagen til den store depression og begrundelsen for alvoren heraf er ikke en direkte kritik af den post-keynesianske analyse. Deres fortolkning skal herimod ses som en modsvarende teori, som indirekte kritiserer den post-keynesianske fortolkning i den forstand, at Friedman og Schwartz tager udgangspunkt i nogle helt andre faktorer, når de analyserer hændelsesforløbet og således undergraver de faktorer, som er centrale i den post-keynesianske optik. Friedman og Schwartz' analyse og fortolkning af den store depression, tager udgangspunkt i en kvantitetsteoretisk forståelse, som indebærer, at pengemængden, og dermed pengepolitikken, spiller en central rolle i økonomien. Som Robert E. Lucas, Jr., pointerer, tager Friedman og Schwartz' analyse udelukkende udgangspunkt i pengemængdens, M2's, påvirkning af den økonomiske aktivitet, og der ses således bort fra påvirkningen af andre faktorer, som renten og sammensætningen af udgifter.¹⁰⁵ En anden mangel, som mange post-keynesianere, herunder Christina D. Romer og Hyman P. Minsky, kritiserer Friedman og Schwartz' analyse for, er, at deres pengemængdefokus ikke giver en decideret forklaring på, hvad der forårsager depressionen, og om krakket på Wall Street har nogen egentlig betydning for denne.¹⁰⁶ Derimod har de stort fokus på, hvordan den manglende autoritet fra Federal Reserve har været medvirkende til at forværre situationen. Årsagen til dette vil blive belyst i det følgende.

¹⁰⁴ Minsky (1982): Side 12.

¹⁰⁵ Lucas, Jr. (1994): Side 6-7.

¹⁰⁶ Romer & Romer (1989), Minsky (1963).

Friedman & Schwartz' analyse af den store depression

Friedman og Schwartz anser 1920'erne for at være et vigtigt årti i et økonomihistorisk perspektiv. Årsagen til dette er, at årtiet ligger til grund for store økonomiske forandringer, hvor de kommercielle bankers rolle modificeres, og pengepolitik får en stor betydning.

En af de faktorer, som er specielt karakteristisk ved 1920'erne er, at det er en periode på ti år med høj økonomisk vækst og uden recessioner af udpræget karakter. Ifølge Friedman og Schwartz, der lægger stor vægt på de monetære autoriteter, skyldes denne udvikling, at Federal Reserve bliver fritaget presset fra staten og får en ny og mere fri rolle i økonomien. Dette medfører, at Federal Reserve kan foretage de handlinger, som den finder nødvendigt for at opretholde den økonomiske udvikling. Friedman og Schwartz lægger netop vægt på, at denne nye rolle har været medvirkende til at holde økonomien stabil i 1920'erne til trods for de milde recessioner, som er forekommet i perioden.

Som det er beskrevet i afsnit 2.1.1 er 1920'erne, også en periode med stor fremgang i industrien, hvilket ligger til grund for ændringer i det finansielle system, hvor flere virksomheder foretager lån på det finansielle marked frem for i de kommercielle banker. Dette er ligeledes med til at modificere de kommercielle banker, som begynder at drive investeringsvirksomhed, der blandt andet indebærer handel med valuta og værdipapirer. Industrien og de kommercielle bankers stigende interesse for aktiemarkedet, resulterer i, at handelsvolumenen og kurserne stiger.¹⁰⁷

Som tidligere nævnt, fremkommer der ikke af Friedman og Schwartz' analyse en egentlig forklaring på depressionens opståen. Dog påpeger de, at den epistemologiske usikkerhed kan have spillet en vigtig rolle. Ifølge Friedman og Schwartz opstår usikkerheden på baggrund af, at der skabes splid indenfor Federal Reserves kreds, og der kan ikke opnås enighed om, hvordan den drastiske udvikling på aktiemarkedet skal tackles. Hovedårsagen til denne splid er ifølge Friedman og Schwartz, at præsidenten for Federal Reserve Bank of New York, Benjamin Strong, dør i slutningen af 1928. Begrundelsen for, at dette får konsekvenser, er, at Benjamin Strong ansås for at være den mest magtfulde person inden for Federal Reserve. Til trods for at der ikke var et egentligt overhoved, blev han af den resterende kreds opfattet som dette. Denne magtfulde position gjorde Benjamin Strong til leder, og gav ham det sidste ord, når vigtige beslutninger skulle træffes. Til trods for at George L. Harrison overtager Benjamin Strong's post i Federal Reserve Bank of New York, overtager han ikke hans rolle i Federal Reserve-kredsen. Resultatet af dette er, at der pludselig mangler et overhoved til at sætte foden ned, når der skal tages beslutninger. Igennem 1920'erne har Federal Reserve spillet en vigtig rolle for stabiliteten i økonomien, og den har været medvirkende til at skabe optimisme i samfundet. Det, at Federal Reserve pludselig kommer i tvivl om, hvad der skal gøres for at sikre stabiliteten i fremtiden, skaber usikkerhed i samfundet, og individerne mister en del af den optimistiske tro, hvilket kan have været en af årsagerne til, at der opstår panik på aktiemarkedet, og Wall Street krakker. I sidste ende bliver Federal Reserve dog enige om at hæve renten og udføre åbne markedsoperationer, dette sker imidlertid først i 1929.¹⁰⁸

¹⁰⁷ Friedman & Schwartz (1963): Side 240-241 og 244-245.

¹⁰⁸ Friedman & Schwartz (1963): Kapitel 6 og side 411-412.

I retrospektiv mener Friedman og Schwartz ikke, som post-keynesianerne, at tiltaget har været medvirkende til at skabe grundlaget for krakket på Wall Street.¹⁰⁹ De mener, at dette tiltag er udarbejdet på det forkerte tidspunkt, og at det er forkert at tro, at værdipapirhandelsvolumenen kan sænkes blot ved at hæve renten og mindske pengemængden. Federal Reserve mener dog, at kombinationen af en rentestigning og åbne markedsoperationer vil have en effekt på værdipapirhandlen. Begrundelsen for dette er, at obligationer sælges for på den måde at opsluge likviditet fra markedet, således at bankernes reserver bliver mindre, og at incitamentet for værdipapirhandel derfor formindskes.¹¹⁰ Friedman og Schwartz kritiserer Federal Reserve for at anvende denne alt-andet-lige betragtning af økonomien, da:

*"But of course, other things are seldom the same and Federal Reserve policy must take them into account."*¹¹¹

Problemet med denne alt-andet-lige-antagelse er, at bankerne ikke udelukkende har adgang til likviditet gennem Federal Reserve-systemet, men har mulighed for at finde likviditet andre steder, hvilket medfører, at tiltaget ikke nødvendigvis har den ønskede effekt.

Friedman og Schwartz kommer ikke nærmere ind på årsagen til den pludselige ændring i den økonomiske aktivitet eller til krakket på Wall Street. De pointerer dog, at kollapsedet i 1929 hverken var forudsigeligt eller uundgåeligt, idet Federal Reserve ikke greb ind i tide. Det tiltag Federal Reserve udarbejder sætter desuden pengemængden under pres og er startskuddet til en række hændelser, som påvirker den økonomiske aktivitet i en negativ retning.

Krakket på Wall Street og den dertil hørende usikkerhed medvirker til, at individerne mister troen på den økonomiske fremtid og bankernes rolle. Dette forårsager en bankpanik i 1930, da individerne ønsker, at trække deres likviditet ud, mens det stadig er muligt. Denne øgede efterspørgsel efter rede penge tvinger bankerne til at sælge ud af deres værdipapirer, hvilket medfører at pengemængden atter kommer under pres. Friedman og Schwartz vurderer, at bankerne på daværende tidspunkt ikke burde komme under pres, fordi reserverne burde være store nok til at imødekomme efterspørgslen. De påpeger derfor, at årsagen til, at bankerne alligevel bliver sat under pres, er at gældsstrukturen må være dårlig, netop fordi bankerne har foretaget risikofyldte lån og investeringer i de optimistiske 1920'ere.¹¹²

Allerede i 1931 forværres situationen i USA, da landet bliver ramt af endnu to uforudsigelige hændelser. Den første hændelse er, at der opstår endnu en bankkrise, som denne gang er forårsaget af panik internt i bankerne. Årsagen til krisens opståen er, at efter bankerne har følt presset i forbindelse med den første bankkrise, forsøger alle atter at få genoprettet deres reserver. Dette medfører, at alle bankerne ønsker at sælge værdipapirer for at opnå rede penge, hvilket naturligvis presser prisen på værdipapirerne ned og fryser markedet. Denne bankkrise har en større negativ effekt på pengemængden end den første bankkrise, da markedet efterhånden er tørlagt for likviditet, hvilket ikke var tilfældet i forbindelse med den første bankkrise.¹¹³ Situationen i USA bliver yderligere forværret, da Storbritannien, på grund af et højt pres på det britiske pund, bliver

¹⁰⁹ Friedman & Schwartz (1963): Side 265.

¹¹⁰ Friedman & Schwartz (1963): Side 270-272.

¹¹¹ Friedman & Schwartz (1963): Side 270.

¹¹² Friedman & Schwartz (1963): Side 307-313 og 355.

¹¹³ Friedman & Schwartz (1963): Side 313-315.

nødsaget til at trække sig ud af samarbejdet omkring guldstandarden. Med frygt for at USA beslutter sig for at gå samme vej som Storbritannien, vælger en del af landene i samarbejdet at hjemkalde deres guld fra USA. Dette medfører at den amerikanske pengemængde bliver sat yderligere under pres, da guld netop indgår i opgørelsen af M2-pengemængden.¹¹⁴

Friedman og Schwartz lægger i forbindelse med disse tre hændelser særlig vægt på, at Federal Reserve endnu en gang ikke griber ind og forsøger at holde hånden under pengemængden. Begrundelsen herfor er, at Federal Reserve-kredsen heller ikke i dette tilfælde kan komme til enighed om, hvordan problemerne kan afhjælpes. Harrison ønsker fra starten at foretage åbne markedsoperationer, og gennem køb af værdipapirer, forsøge at øge pengemængden. Han står dog alene med denne holdning og mangler Strongs autoritet til at overbevise resten af kredsen om nødvendigheden af dette indgreb. Til trods for at Harrison insisterer på dette indgreb, lader det resterende Federal Reserve sig ikke overtale, før Kongressen griber ind, lægger pres på dem og kræver handling.¹¹⁵ Efter presset fra Kongressen gennemfører Federal Reserve et omfattende åbent markedskøbsprogram, som har til hensigt at forøge pengemængden og dermed fjerne preset herpå.¹¹⁶

Det omfattende program, som Federal Reserve implementerer, lader umiddelbart til at have en positiv effekt på økonomien. Denne effekt er dog ikke udelukkende skabt af programmet men også af at Federal Reserve udviser handlekraft, hvilket både skaber optimisme i samfundet og uden for landets grænser. Den stigende optimisme får udlandet til atter at få tillid til USA, hvilket øger efterspørgslen efter amerikanske værdipapirer.¹¹⁷

Den nyfundne optimisme i samfundet er dog ganske kortvarig, da økonomien allerede i 1933 oplever et tilbagefald. Ifølge Friedman og Schwartz skyldes dette tilbagefald i største grad bankerne. Til trods for at der endelig er kommet et tiltag fra Federal Reserve, som lader til at have en positiv effekt, er en del af bankerne så hårdt ramt af de tidligere kriser, at de krakker. Bankkrak forværrer i høj grad situationen, da det medvirker til, at optimismen forsvinder, og de forskellige aktører vælger at trække deres likviditet ud, hvilket sætter de tilbageværende banker under et endnu større pres. Dette resulterer i, at selv de mest solvente banker får store problemer. Panikken omkring bankkrakkene betyder, at det ses nødvendigt at indføre en såkaldt "bank holiday", som medfører at bankerne først har tilladelse til at genåbne, når Federal Reserve har godkendt deres solvens.¹¹⁸

Som det fremgår af det ovenstående, lægger Friedman og Schwartz vægt på en særlig faktor, som har haft en betydelig rolle i forbindelse med udviklingen af den store depression. Denne faktor tager udgangspunkt i Federal Reserves rolle siden Benjamin Strongs død, som har betydet at Federal Reserve har været passiv i forhold til den foregående periode. Passiviteten ligger ifølge Friedman og Schwartz til grund for, at udviklingen i pengemængden har kunnet være så drastisk. Havde Strong levet, eller havde Harrison formået at overtage hans autoritet, mener de, at tiltaget var kommet allerede i 1930, og at depressionen således ikke havde udviklet sig, som den har gjort. Årsagen til dette er, at i tilfælde af, at pengemængden ikke er under et så højt pres, vil bankerne

¹¹⁴ Friedman & Schwartz (1963): Side 380-382.

¹¹⁵ Friedman & Schwartz (1963): Side 367-384.

¹¹⁶ Friedman & Schwartz (1963): Side 384.

¹¹⁷ Friedman & Schwartz (1963): Side 322-324.

¹¹⁸ Friedman & Schwartz (1963): Side 325-330.

ikke have problemer med at opnå likviditet, og bankkriserne vil således ikke have en så stor effekt på den økonomiske aktivitet. I tilfælde, hvor markedet for aktier og obligationer fungerer optimalt, vil bankernes adfærd ikke forårsage problemer, men i en situation, hvor de bliver tvunget til, uhæmmet, at smide værdipapirerne på markedet, går det galt, netop fordi priserne falder og hele banksektoren risikerer at blive insolvent. Det er således en simpel mangel på likviditet, der skaber grundlaget for alvoren af depressionen. I tilfælde af at pengemængden ikke havde været under pres, ville depressionen ifølge Friedman og Schwartz ikke nødvendigvis være forekommet i lige så alvorlig grad.

Post-keynesiansk kritik af Friedman og Schwartz

Friedman og Schwartz' analyse, som den fremgår af det ovenstående, er meget anerkendt blandt mainstream-økonomer og anses muligvis nærmere som historiske fakta end for en subjektiv analyse. Dette medfører, at mange af de økonomer, som befinder sig inden for den samme økonomiske gren accepterer Friedman og Schwartz' forklaring af den store depression som værende sand. Til trods for at størstedelen af de anerkendte økonomer tilhører mainstream, er der gudskelov også en lang række økonomer, der opfatter økonomien på en anderledes måde. Post-keynesianerne tilhører netop denne gruppe, og stiller sig således kritisk over for Friedman og Schwartz' fortolkning. To anerkendte post-keynesianske økonomer, som begge har givet udtryk for deres uenighed, er Hyman P. Minsky og Paul Davidson. Det følgende bygger således på Minsky og Davidsons kritik, både på de områder, hvor de tager udgangspunkt i de samme faktorer, men også på de områder, hvor de har forskelligt fokus.

Den overordnede kritik, som Minsky og Davidson har til Friedman og Schwartz er deres metodologiske tilgang, og således at deres model bliver for snæver på grund af den lukkede analyseform, som monetaristerne anvender. Med udgangspunkt i den lukkede analyseform mener både Davidson og Minsky, at Friedman og Schwartz ser bort fra en lang række vigtige faktorer, som er centrale, når det finansielle marked og realøkonomien belyses. Det, at modellen er for snæver kommer til udtryk ved, at Friedman og Schwartz i en post-keynesiansk betragtning kommer frem til en fejlfortolkning, idet analysen giver et forkert resultat. Der opstår således en atomistisk fejlslutning¹¹⁹.¹²⁰ Til deres forsvar, giver Friedman og Schwartz udtryk for, at de ikke finder det relevant at inddrage flere variable, da en simpel model efter deres mening sagtens kan give en anvendelig forklaring på problemstillingen.¹²¹

Minsky og Davidson præsenterer hver især, et eksempel på, hvordan der kan forekomme en atomistisk fejlslutning med udgangspunkt i Friedman og Schwartz' kvantitetsteoretiske forståelse. Minskys eksempel tager afsæt i Friedman og Schwartz' misforståelse af pengemængdens påvirkning af den økonomiske aktivitet. Betragtes deres analyse af den store depression, lader det nærmest til, at pengemængden og outputtet er i et næsten perfekt forhold, således at en stigning i pengemængden automatisk vil generere en stigning i outputtet, så længe prisniveauet holdes konstant. Ifølge Minsky opstår der problemer med denne antagelse, da der kan være faktorer, som

¹¹⁹ Jespersen (2009): Side 13.

¹²⁰ Minsky (1963) og Davidson (1978).

¹²¹ Minsky (1963): Side 67.

blokerer for dette direkte forhold, og der er således ikke sikkerhed for at en ændring i pengemængden har en direkte effekt på indkomsten. I Minskys betragtning er der to måder, hvorpå udviklingen i pengemængden kan ændres, henholdsvis åbne markedsoperationer og kommercielle låneoperationer. De åbne markedsoperationer resulterer i, at pengemængden ændres gennem substitution fra likviditet til afkastgenererende aktiver, som ligeledes påvirker renten. De kommercielle låneoperationer medfører en ændring i pengemængden, i forbindelse med at Federal Reserve eksempelvis låner penge ud til de kommercielle banker, der får mulighed for at finansiere investeringsprojekter, som de ellers ikke havde likviditet til. Disse investeringsprojekter giver både et afkast til banken og til investoren, hvilket således sender likviditet i omløb.¹²²

For at de åbne markedsoperationer kan påvirke den økonomiske aktivitet, må efterspørgslen fra den private sektor forøges. Dette kan enten ske ved, at priserne på varer og tjenester falder relativt til prisen på aktiver, hvilket må føre til en stigning forbrugsefterspørgslen, eller ved at prisen på ikke-finansielle secondhand-aktiver stiger i forhold til prisen på nye aktiver, hvilket fører til en stigning i investeringsefterspørgslen. Problemet med denne tanke er, at den private efterspørgsel ikke nødvendigvis ændres, gennem en faldende rente, som et resultat af åbne markedsoperationer men, at den disponible indkomst ligeledes bestemmer forbrugsefterspørgslen. De ikke-finansielle secondhand-aktiver vil kun påvirke investeringsefterspørgslen, hvis prisen på disse ikke er væsentlig lavere end prisen på de nye aktiver. Antages det eksempelvis, at graden af faldet i priserne på secondhand-aktiverne gennem den første del af en recession er større end graden af faldet i pengelønnen, da vil et skarpt fald i indkomsten resultere i, at prisniveauet på secondhand-aktiverne bliver relativt lavere end produktionsomkostningerne for nye aktiver. Med udgangspunkt i denne forklaring, kan det således ikke forventes, at åbne markedsoperationer medfører en signifikant ændring i investeringsefterspørgslen og hermed den økonomiske aktivitet. Dette betyder dog ikke at investeringerne er rentinelastiske, men blot at der er andre faktorer, som ligeledes har en betydning, når sammenhængen analyseres.¹²³

Udfaldet af ændringer i pengemængden igennem kommercielle låneoperationer påvirker ifølge Minsky den økonomiske aktivitet mere direkte end i tilfældet med åbne markedsoperationer. Årsagen til dette er, at der i dette tilfælde ikke er lige så mange faktorer, der kan ændre udfaldet af operationerne. De kommercielle banker vælger at foretage disse låneoperationer, da de ønsker at erhverve sig enten finansielle eller reale midler. Den direkte effekt forekommer således, med mindre at lånene absorberes i et stigende prisniveau på aktiver.¹²⁴

Det fremgår hermed, at ændringer i pengemængden gennem kommercielle låneoperationer i højere grad har en direkte effekt på indkomsten end åbne markedsoperationer. Dette betyder dog ikke, at denne effekt ligeledes i dette tilfælde kan være påvirket af lags eller andre faktorer som usikkerhed. Som Keynes udtrykker det:

*"If however we are tempted to assert that money is the drink which stimulates the system to activity, we must remind ourselves that there may be several slips between the cup and the lip."*¹²⁵

¹²² Minsky (1963): Side 68.

¹²³ Minsky (1963): Side 69-70.

¹²⁴ Minsky (1963): Side 70.

¹²⁵ Minsky (1963): Side 68.

Davidson tager i sit eksempel på en atomistisk fejlslutning et noget anderledes perspektiv end Minsky. Han belyser, hvordan monetaristerne opnår en forkert konklusion, når de betragter resultatet af et ekspansivt finanspolitisk tiltag med udgangspunkt i den kvantitetsteoretiske forståelse. I et tilfælde, hvor økonomien befinder sig i en recession, og staten ønsker at skabe øget økonomisk aktivitet ved at foretage et underskudsfinansieret ekspansivt finanspolitisk tiltag, vil effekten af dette tiltag ifølge monetaristerne blive crowded out. Årsagen til dette er, at der er en begrænset mængde likviditet tilgængelig på det finansielle marked og i tilfælde af, at det offentlige foretager et stort lån, vil den private sektor ikke have den samme mængde likviditet til rådighed på det finansielle marked som tidligere. Dette medfører, at den private sektors udgifter falder tilsvarende stigningen i det offentlige forbrug. Dette resulterer således i, at det finanspolitiske tiltag ikke har nogen effekt. Ifølge Davidson er fejlen i denne konklusion, at Friedman og Schwartz ikke tager højde for Keynes' finansmotiv.¹²⁶

Keynes' finansmotiv omhandler virksomhederne og statens planlagte investeringer. Davidson argumenterer med udgangspunkt i dette for, at efterspørgslen efter likviditet vil være uændret, så længe de planlagte investeringsudgifter for hver periode forbliver de samme. Dette medfører, at transaktionsbalancen er en stabil funktion af outputstrømmen. Med udgangspunkt i finansmotiv argumenterer Davidson på baggrund af Keynes' forklaring, for at crowding out-effekten ikke forekommer på et lige så højt niveau som monetaristerne konkluderer.

*"The public can save ex ante and ex post and ex anything else until they are blue in the face without alleviating the problem. ... the banks hold the key position in the transition from a lower to a higher scale of activity. If they refuse to relax [i.e., to provide endogenous additional finance] the growing congestion of the short-term loan market of the new issue market, as the case may be, will inhibit the improvement, no matter how thrifty the public purpose to be out of their future income. On the other hand, there will always be exactly enough ex-post saving to make up for the ex-post investment and so release the finance which the latter had been previously employing. The investment market can become congested through shortage of cash. It can never become congested through shortage of saving. This is the most fundamental of my conclusions within this field."*¹²⁷

Det fremgår med udgangspunkt i Keynes' citat, at det er bankerne, der spiller den vigtigste rolle i forhold til den økonomiske aktivitet. Årsagen til dette er, at det er bankerne, der i sidste ende bestemmer niveauet af denne, netop fordi de administrerer likviditeten og kan vælge og fravælge, hvem der kan få adgang til den. Investeringsmarkedet kan sættes under pres af mangel på likviditet, men ikke af mangel på opsparing. Denne påstand tager udgangspunkt i Keynes' finansmotiv, som netop understreger, at virksomhederne i en periode med øget profit vil opspare denne til forventet investering i fremtiden. Gennemførelsen af de fremtidige investeringsprojekter påvirkes således ikke af, at det finansielle marked bliver sat under pres.¹²⁸

¹²⁶ Davidson (1978): Side 52.

¹²⁷ Davidson (1978): Side 55.

¹²⁸ Davidson (1978): Side 56.

Sammenfatning

Det fremgår hermed, at Friedman og Schwartz tillægger Federal Reserve og pengepolitikken en stor betydning, både i forbindelse med opgangsperioden i 1920'erne og depression i begyndelsen af 1930'erne. Der hersker hermed ingen tvivl om, at de er klare tilhængere af, at den økonomiske stabilitet kan skabes næsten udelukkende gennem den perfekte pengepolitik. Friedman og Schwartz nævner dog i deres analyse også nogle af de faktorer, gældsstrukturen og usikkerheden, som post-keynesianerne tillægger stor betydning i analysen. Til trods for dette, er post-keynesianernes største kritik, at deres tilgang er for lukket, og at disse faktorer ikke bliver tillagt en betydning i analysen. Dette medvirker til, at der kan forekomme en fejlfortolkning, og at der er stor sandsynlighed for, at der opstår en atomistisk fejlslutning. En faktor, som hverken de post-keynesianske eller monetaristiske økonomer tager højde for, er det store finanspolitiske tiltag, der blev indført i 1933, New Deal. Årsagen til at dette tiltag kan have spillet en central rolle i forbindelse med den amerikanske økonomis bedring i perioden efter 1933, er, at der blev foretaget en lang række offentlige lån for at finansiere tiltaget. Dette kan tænkes at have haft en stabiliserende effekt, både på den økonomiske aktivitet og på pengemængden.¹²⁹ Det er således nødvendigt at være påpasselig i brugen af den monetaristiske teori og dermed tro, at pengepolitik alene vil kunne styre den økonomiske aktivitet i et foranderligt socialt system.

5.1.3 Vurdering

Med udgangspunkt i den post-keynesianske og den monetaristiske del af analysen, fremstår de to fortolkninger plausible, idet at begge teorier inddrager nogle elementer, som det ikke kan afvises, har betydning for den økonomiske udvikling i perioden. Til trods for dette fremstår de meget forskelligt, hvilket naturligvis skyldes de forskellige metodologier, henholdsvis åbne og lukkede systemer, som ligger til grund for analyserne. Når der tages udgangspunkt i den metodologiske tilgang, har begge tilgange styrker og svagheder. Det, der i den ene tilgang fremgår som en styrke, forekommer i den anden som en svaghed.

Betragtes den post-keynesianske del af analysen er det tydeligt, at denne bygger på en lang række faktorer, som alle kan tænkes at have en effekt på økonomien. Dette får teorien til at fremstå pålidelig, da den er omfattende. Når der analyseres ex post, som det gøres i dette tilfælde, virker det korrekt at anvende en åben model, der analyserer økonomien som den er, og ikke som den forestilles at være. Det kan dog give komplikationer at anvende en åben model ex ante, hvor fremtiden skal forudsiges. Årsagen er, at det er et omfattende arbejde at inddrage alle disse faktorer, og at mange af disse, eksempelvis usikkerhed, ikke er målbare og derfor ikke kan tildeles en værdi. Keynes' og Minskys modeller er ikke fuldstændig åbne, jævnfør afsnit 4.1. De er herimod semi-closure, som er modeller, der er afgrænsede, således at en del af usikkerheden er udelukket af modellen. Dette gør modellerne mere anvendelige i en ex ante-betragtning, da de således fokuserer på en knap så bred vifte af faktorer, som alle er mere håndterbare. Dette medfører, at modellerne i en vis grad kan anvendes til at forudsige hændelser og ikke udelukkende kan anvendes ex post.

¹²⁹ Koo (2013): Side 51.

I Keynes' tilfælde vil værdien af den reale sektor kunne betragtes i forhold til udviklingen på aktiemarkedet og det vil være muligt at se, om der er tendens til en begyndende ubalance i udviklingen mellem de to. Desuden vil det kunne betragtes om antallet af investeringer i den finansielle sektor er betydeligt større end antallet, der bliver foretaget i den reale sektor. Dette kan give en indikation af, i hvilken retning økonomien er på vej hen. I forbindelse med Minskys hypotese vil det være muligt at betragte gældsstrukturen i den monetære sektor og undersøge, om den er ved at ændre karakter fra at være finansieret af langsigtede låneaftaler til kortsigtede, mere risikable låneaftaler. I dette tilfælde vil det ligesom i Keynes' optik være muligt at foretage en ex ante-baseret analyse for hermed at betragte den fremtidige økonomiske udvikling. Til trods for at modellerne er semi-closure, afviger de fra de helt lukkede modeller, idet de ikke kan betragtes i et alt-andet-lige-perspektiv. Årsagen til dette er, at hverken Minsky eller Keynes' teorier er opstillede med udgangspunkt matematiske udtryk, og det er derfor ikke muligt at betragte én variabel, mens de andre holdes konstante.

I den lukkede tilgang, som Friedman og Schwartz anvender, er der netop mulighed for at betragte variablene individuelt. Dette giver modellen en fordel, hvis den skal anvendes til policy-anbefalinger, da der kommer et håndgribeligt svar ud af analysen. Det kan dog betvivles, hvor realistiske disse policy-anbefalinger er, da de er baserede på lukkede modeller, som ser bort fra en lang række faktorer. Hele problemet opstår i måden, hvorpå de lukkede systemer er opbygget. Begrundelsen for dette er, at det ene lukkede system er baseret på antagelserne i andre lukkede systemer, og at sammenhængene i én lukket model således ikke er holdbare, hvis antagelserne ikke er opfyldt. Dette problem ses netop i forbindelse med den økonometriske belysning i afsnit 2.1.3.1, hvor tre klassiske antagelser testes. Resultatet af belysningen af den kvantitetsteoretiske sammenhæng mellem pengemængde og prisniveau viser netop, at der er en signifikant sammenhæng mellem de to variable, og at det er pengemængden der påvirker prisniveauet. Forklaringsgraden i modellen er dog i forhold til teoriens antagelser overraskende lille, hvilket giver plads til, at andre variable ligeledes kan have en signifikant effekt på prisniveauet og muligvis endda en større effekt end pengemængden. Det, der sker, når der ligesom i Friedman og Schwartz' analyse, ses bort fra de resterende faktorer, som kan tænkes at have en effekt, er, at der fremkommer et resultat, der kan fremstå troværdigt, men som ikke udtrykker den fulde sandhed. Den gentagne diskussion ligger således i, om "it's better to be vaguely right than precisely wrong".

Til trods for at post-keynesianerne og monetaristerne er yderst forskellige i deres analyse af den store depression, er der antydninger af ligheder i dem. Usikkerheden kommer ret tydeligt til udtryk i begge analyser som værende en central faktor i overgangen fra højkonjunktoren til depressionen. Det skal dog noteres, at der ikke tages udgangspunkt i det samme usikkerhedsbegreb. En anden fælles faktor, som dog ikke fremgår i lige så høj grad, er gældsstrukturens betydning, som Minsky lægger stor vægt på, men som også Friedman og Schwartz nævner i forbindelse med bankkriserne i begyndelsen af 1930'erne. Endvidere lægger Friedman og Schwartz stor vægt på, at optimismen i opgangsperioden er medvirkende til, at de kommercielle banker udvikler sig og får større fokus på investering i værdipapirer. Denne betragtning kan ses i sammenhæng med Keynes' finanskapitalist, som ligeledes får et større fokus på de finansielle produkter frem for de reale. En sidste faktor, som de to tilgange har tilfælles, er, at de tillægger usikkerhed en central rolle i forbindelse med krakket på Wall Street. De mener dog ikke, at det er de samme faktorer,

der ligger til grund for usikkerheden og påvirkningen af aktiemarkedet, men de er enige om, at usikkerheden ligeledes har spillet en rolle efter krakket og har været medvirkende til at forværre den økonomiske udvikling. Begge skoler anerkender at disse faktorer er til stede og har en vis betydning for den økonomiske udvikling, forskellen er blot, at mens Friedman og Schwartz observerer deres tilstedeværelse, men ikke inddrager dem i deres model, så tager post-keynesianerne dem i betragtning og inkluderer dem i modellen, da de er en del af det økonomiske landskab.

Det fremgår hermed, at de to tilgange er skabt på baggrund af nogle meget forskellige faktorer, men at de hver især når frem til en realistisk konklusion omkring forløbet i den store depression. Det er derfor svært at vælge den ene fortolkning frem for den anden, da det afhænger af, hvilken metodologisk tilgang, der betragtes som den mest anvendelige i forhold til det problem, den skal anvendes til at belyse.

5.2 Den finansielle krise

Som i analysen af den store depression vil der i dette afsnit bringes en analyse af den seneste finansielle krise med udgangspunkt i henholdsvis post-keynesiansk og monetaristisk teori. Efterfølgende vil de to analyser holdes op mod hinanden, og fordele og ulemper ved de to tilgange vil præsenteres.

5.2.1 Post-keynesiansk analyse

Det vil være oplagt at opbygge den post-keynesianske analyse, som analysen af den store depression, men da der har været større afklaring omkring årsagen til denne hændelse, ligger fokus i højere grad på ustabiliteten i den finansielle sektor end den fundamentale usikkerhed som en enestående forklaringsfaktor. Dette betyder ikke, at den fundamentale usikkerhed ikke spiller en central rolle i forklaringen på krisens opståen men blot, at det er mere nærliggende at tage udgangspunkt i Minsky og Keynes' tilgange som grundlag for analysen. Det fundamentale usikkerhedsbegreb vil således i stedet inddrages løbende i den post-keynesianske analyse.

Minskys hypotese som forklaring på den finansielle krise

I forbindelse med den seneste finansielle krise er der atter blevet sat fokus på Minskys hypotese om finansiell ustabilitet. Årsagen til dette er, at Minsky fokuserer på gældsstrukturen i den finansielle sektor og på, hvordan endogene kræfter i sektoren skaber ustabile relationer i et økonomisk opsving, som i sidste ende breder sig til den reale sektor. Til trods for at de post-keynesianske økonomer anerkender Minskys hypotese, er der uenighed omkring, hvorvidt den finansielle krise er et såkaldt "Minsky moment" eller ej.

Charles Whalen er en af de post-keynesianske økonomer, som mener, at den seneste krise er et Minsky moment. Han argumenterer for, at økonomien i perioden op til krisen gennemgår de tre faser af gældsrelationer. Den første fase begynder helt tilbage efter it-boblen, hvor økonomien er påvirket af en øget fundamental usikkerhed, hvilket er medvirkende til, at individerne opsøger sikre investeringer i den reale sektor, fordi de er usikre på den finansielle sektor. Dette betyder, jævnfør afsnit 2.2.1, at flere begynder at investere i boligmarkedet, da det netop fremstår som en

fornuftig investering. Disse boliginvesteringer kan anses for at være hedgeenheder, da lånets kontraktuelle forpligtigelser kan betales med udgangspunkt i individernes indkomst. Efterhånden som boligpriserne og efterspørgslen efter realkreditlån stiger, ser kreditinstitutterne muligheder i de svage låntagere, som dermed også får lejlighed til at optage realkreditlån. Denne udvikling medvirker til, at låneaftalerne bliver mere risikofyldte, og at systemet dermed bevæger sig ind i anden fase af gældsrelationerne, spekulativ finansiering, hvor risikoen for, at låntagerne misligholder deres lån, er større end ved hedgefinansiering. Den øgede efterspørgsel er medvirkende til at presse boligpriserne op, hvilket medvirker til, at flere individer ønsker at investere på boligmarkedet. Desuden medfører de høje boligpriser, at kreditinstitutterne er villige til at indføre nye typer af lån, som er tiltænkt de ikke-kreditværdige låntagere, og dermed er mere risikofyldte men også profitable. Denne innovative udvikling i den finansielle sektor, medvirker til at gældsstrukturen bevæger sig over i den sidste af Minskys tre faser, ponzifinansieringen.¹³⁰

Det er netop denne innovative udvikling fra hedge- til ponzifinansiering, der er årsagen til, at Charles Whalen anser den finansielle krise for at være et Minsky moment. Det, der skaber problemet bag udvikling i den finansielle sektor, er, at de nyudviklede produkter er svære at håndtere, fordi der ikke er vished om, hvor stor en risiko, de er behæftede med. Dette resulterer i, at sandsynligheden for, at usikkerheden tager overhånd, stiger, og risikoen for, at der opstår ustabilitet i den finansielle sektor, forøges.

*"The real problem [is] that financial markets fall in love. They fall in love with new things, with innovations, and the [important] thing is that it is very difficult to assess the real riskiness of them because you don't have a history by definition."*¹³¹

I modsætning til Charles Whalen, mener Paul Davidson ikke, at den finansielle krise kan være forårsaget af et Minsky moment. Begrundelsen for dette er, at Davidson ikke mener, at gældsrelationerne har bevæget sig igennem de foromtalte tre faser, som netop er grundlaget for et Minsky moment. Argumentationen er, at låntagerne ikke har haft vished om, at de låneaftaler, de har indgået i, har været en spekulativ- eller ponziaftaler. I tilfælde af, at låntagerne havde kendt lånenes sande karakter, havde de ikke nødvendigvis indvilget i at indgå aftalerne. En anden faktor, der spiller ind, er, at disse låntagere sandsynligvis ikke ville have mulighed for at stille sikkerhed for de lån, som skal til for at afbetale på en spekulativ eller ponziaftale. Det fremgår således, at den finansielle krise ifølge Davidson ikke har kunnet gennemleve de tre faser af gældsrelationer, og derfor ikke har kunnet opfylde de kriterier, der danner grundlaget for et Minsky moment.¹³²

Herimod mener Davidson, at den finansielle krise er opstået på baggrund af et insolvensproblem i den finansielle sektor. Dette insolvensproblem opstår med udgangspunkt i investeringsbankernes håndtering af realkreditpakkerne. Årsagen til dette er, at investeringsbankerne, for at kunne videresælge pakkerne, er nødt til at markedsføre dem som sikre aftaler. Denne markedsføring indebærer, at bankerne selv er nødsaget til at påtage sig en del af risikoen, eksempelvis gennem en form for put-aftaler, som indebærer, at investeringsbankerne selv er forpligtede til at købe positionen tilbage, i tilfælde af, at køberne ikke er i stand til at videresælge realkreditpakkerne til en pris, som er lig med eller højere end den oprindelige pris. En aftale som denne er kun fordelagtig,

¹³⁰ Whalen (2008): Side 100-104.

¹³¹ Whalen (2008): Side 102.

¹³² Davidson (2008): Side 5-6.

hvis investeringsbankerne forventer at put-aftalen ikke exercises. I en situation, hvor prisen for disse realkredit pakker begynder at falde, vil investeringsbankerne forsøge at holde hånden under markedet, da de ellers er nødt til at påtage sig tabet. Dette sker ved, at investeringsbankerne tilbagekøber realkreditpakkerne for at holde priserne kunstigt oppe. For at have likviditet til disse markedsaktioner, må investeringsbankerne sælge ud af deres sunde aktiver, hvilket fører til en ubalance i porteføljen. Investeringsbankerne kan naturligvis kun foretage disse aktioner, så længe de har likviditet til det, og de vil derfor fortsætte indtil deres nettoformue når under grænsen for deres kapitalkrav. Efterhånden som realkreditlåntagerne begynder at defaulte, bliver lånepakkerne illikvide og investeringsbankerne bliver således insolvente. Ifølge Davidson er den eneste løsning på et sådant insolvensproblem, at infusionere de insolvente banker indtil deres nettoformue atter er højere end solvensgrænsen.¹³³

Til trods for at Whalen og Davidson er uenige om, hvorvidt den finansielle krise kan karakteriseres som et Minsky moment, er de enige om, at krisen kun har kunnet opstå, fordi der har været en deregulering af den finansielle sektor, herunder ophævelsen af Glass-Steagall Act i 1999. Årsagen til dette er, at reglerne omkring bankernes indbyrdes samarbejde forsvinder, hvilket har været medvirkende til at skabe rammen for nye innovative finansielle produkter. Det havde eksempelvis ikke været muligt for bankerne under Glass-Steagall Act, at videresælge realkreditlåneaftalerne til investeringsbankerne inden for 30 dage, og det var derfor nødvendigt for bankerne at tage låntagernes kreditværdighed i betragtning forud for udstedelsen af lån.¹³⁴

Keynes' kriseteori som forklaring på den seneste finansielle krise

Post-keynesianerne fokuserer i deres analyse af den finansielle krise i høj grad på Minskys hypotese om finansiell ustabilitet. Dette betyder, at Keynes' kriseteori falder i baggrunden, hvilket afspejler sig i mængden af artikler, der anvender denne tilgang til analysen. Til trods for dette, er det fortsat interessant at betragte krisen med afsæt i Keynes' kriseteori, som er præsenteret i afsnit 4.1.3, for at undersøge, om den stadig er anvendelig i nutiden, skønt konteksten har ændret karakter.

Det, der er helt grundlæggende i Keynes' kriseteori, er forventningsdannelsen, som i høj grad er påvirket af massepsykologi. De positive forventninger, som opstår i et økonomisk opsving, påvirker Keynes' tre aktører; entreprenøren, kapitalentreprenøren og finanskapitalisten. Entreprenøren bliver påvirket af de positive forventninger, da han i fremtiden forventer en positiv profit og hermed ser mulighed for at udvide produktionen. Kapitalentreprenøren er positivt indstillet over for entreprenørens planer om udbygning og ser således mulighed for et stigende udbytte. Finanskapitalisten er positivt indstillet over for forventningsdannelsen men har ingen egentlig interesse for den reale sektors udvikling. Han stræber efter at opnå den højest mulige profit og vender således sin fulde opmærksomhed mod de nye finansielle produkter, som giver mulighed for et højt afkast.

Ifølge Keynes er finanskapitalisten drevet af animal spirit, der som tidligere nævnt er et begreb, som beskriver individets ageren ud fra den naturlige intuition. I situationer med økonomiske op-

¹³³ Davidson (2008): Side 7-8.

¹³⁴ Davidson (2008): Side 6 og Whalen (2008): Side 101.

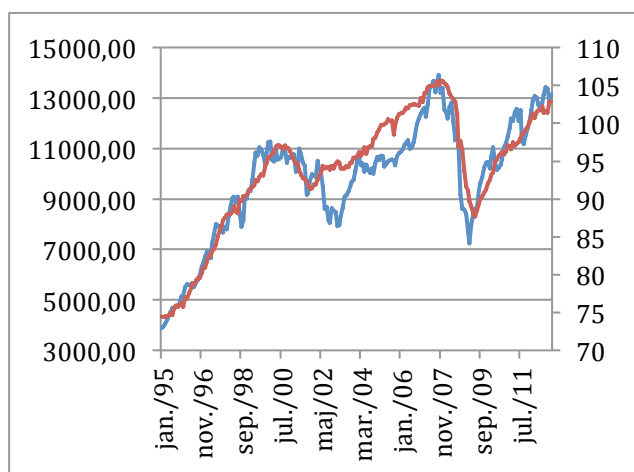
sving, og hvor optimismen er høj, er der et marked for at foretage finansielle innovationer, da flere er villige til at påtage sig risiko for at opnå et højere afkast. Som det er beskrevet i afsnit 3.1, er der siden indførslen af Glass-Steagall Act, løbende blevet foretaget dereguleringer indtil dens ophævelse i 1999. Ophævelsen af denne har netop skabt grundlag for, at den finansielle sektor har haft rig mulighed for at innovere og opfinde nye finansielle produkter. Til trods for, at der fortsat har været nogle regler på det finansielle marked, har institutionerne altid fundet en måde, hvorpå de har kunnet omgå disse. En af de finansielle innovationer, der har været omdiskuteret i forbindelse med tiden op til og under krisen, er hedgefonde, som i modsætning til andre investeringsforeninger har mulighed for at påtage sig stor risiko, da der ikke er egentlige regler for, hvordan deres investeringer og risikospredning skal udformes. Det manglende krav til risikospredning resulterer i, at hedgefondene har mulighed for udelukkende at investere i ét papir, hvilket er yderst risikabelt, men således også skaber mulighed for en stor profit. Ydermere har hedgefondene lejlighed til at opnå afkast på et faldende marked igennem shorting, som indebærer, at der lånes værdipapirer, oftest futures eller optioner, hvorefter de sælges og genkøbes ved kursfald. Udbyttet er således forskellen mellem salgs- og købsprisen. Dette er et eksempel på, hvordan de finansielle innovationer kan have en forvridende effekt på aktiemarkedet, som gør, at aktiekursen i princippet ikke afspejler værdien af den bagvedliggende realkapital, netop fordi massepsykologien spiller en central rolle. Årsagen til dette er, at hedgefondene har mulighed for at shorte store beløb, og når en eller flere af disse ordrer ligger på markedet, vil det påvirke de resterende investorer forventninger til markedsudviklingen, hvilket i sig selv kan have en negativ effekt. De førnævnte videresalg af realkreditlån er en anden måde, hvorpå de finansielle institutioner har skabt potentiale for at opnå profit på baggrund af ellers illikvide papirer. Finanskapitalistens evige søgen efter profit og den manglende regulering, danner således grundlaget for den fortsatte innovation på det finansielle marked. Denne mekanisme samt den svage regulering af den finansielle sektor medfører, at der ikke er nogle grænser for innovationen, og det er umuligt at forudsige, hvor den næste nyskabelse bærer hen.

I analysen af den store depression, blev ubalancen mellem den finansielle og den reale sektor betragtet med udgangspunkt i udviklingen i henholdsvis Dow Jones-kursen og den industrielle produktion. Dette vil ligeledes være interessant i forbindelse med denne analyse, da kursudviklingen for Dow Jones afspejler den værdi, der er fastsat med udgangspunkt i den finansielle sektor, mens den industrielle produktion i højere grad er en indikator for udviklingen i den reale sektors egentlige værdi. Med udgangspunkt i disse variable, vil det være muligt at betragte, hvorvidt Keynes' ubalance mellem den reale og den finansielle sektor er til stede.

Betragtes figur 23, fremgår det, at de to kurver følger omtrent samme udvikling. Det ses dog, at der er få tilfælde, hvor udviklingen er afvigende. Til trods for at Dow Jones, som et industrielt indeks, ikke burde blive påvirket af it-boblen, kan det tænkes, at boblens brist skaber usikkerhed, som påvirker investorernes forventninger og økonomien generelt. Dette kan netop formodes også at være årsagen til, at den industrielle produktion i perioden fra begyndelsen af 2000 til slutningen af 2001, har en faldende tendens. Det fremgår dog, at den industrielle produktion forholdsvis hurtigt kommer på ret køl igen, hvorimod Dow Jones oplever en længerevarende nedgang. Dette kan tænkes at skyldes, at optimismen i den finansielle sektor er længere tid om at genetablere sig end den reale udvikling. Desuden kan det forestilles, at de investorer, som investerer i Dow Jo-

nes-aktier, har tabt penge på NASDAQ i forbindelse med it-boblen, og derfor er mere tilbageholdende med at handle. I forbindelse med udbruddet af finanskrisen, lader det ikke til, at der er den store forskel i udviklingen i de to variable.

Figur 23: Dow Jones og industriel produktion



Den blå kurve afbilder kursen for Dow Jones-indekset i perioden 1995-2012. Den røde kurve viser indekset for den industrielle produktion, hvor 2005=100.

Kilde: FRED og OECD.

Betragtes udviklingen i de to variable i forbindelse med den store depression og den seneste finansielle krise, ses det, at udviklingen i Dow Jones og den industrielle produktion i højere grad følges ad i perioden omkring den seneste krise end i forbindelse med depressionen. Årsagen til dette kan tænkes at være, at der i det moderne samfund er større åbenhed omkring virksomhedernes regnskaber, samt mål og udfordringer, hvilket medfører at investorerne har noget reelt at basere deres forventninger på frem for udelukkende med afsæt i massepsykologi.

Sammenfatning

Det fremgår således af det ovenstående, at der i forbindelse med den seneste finansielle krise, atter er blevet sat fokus på Minskys hypotese om finansiell ustabilitet. Det er dog ikke alle post-keynesianske økonomer, der mener at krisen kan betragtes som et Minsky moment. Til trods for dette, har denne opmærksomhed været medvirkende til at sætte yderligere fokus på gældsstrukturen og de endogene mekanismer i den finansielle sektor samt den usikkerhed, som dette medfører. Desuden fremgår det, at den fundamentale usikkerhed indirekte kommer til udtryk i både Minsky og Keynes' teori. I Minskys teori idet de nye finansielle produkter skaber usikkerhed, da ingen har en dybdegående viden eller erfaring med disse og således ikke kan vurdere deres risiko korrekt. I Keynes' kriseteori vil den fundamentale usikkerhed altid være til stede i forbindelse med forventningsdannelsen, da denne faktor er uforudsigelig, og der sjældent er vished om, hvordan de økonomiske agenter handler i en given situation. Et andet fokus, der ligger i Keynes' kriseteori, er ubalancen mellem den reale sektors finansieringsbehov og den finansielle sektors

placeringsbehov. I forbindelse med den seneste finansielle krise, er der dog i et empirisk perspektiv ikke noget der tyder på, at denne ubalance er til stede. Det fremgår dog af empirien, at der ikke er en direkte sammenhæng mellem den industrielle produktion og kursen på Dow Jones. Hvilket kan skyldes, at aktiekurserne i høj grad lader til at være påvirkede af massepsykologien, da de er mere volatile end produktionen.

5.2.2 Monetaristisk analyse

Den monetaristiske analyse vil hovedsageligt tage udgangspunkt i Anna J. Schwartz' fortolkning af årsagerne til den finansielle krise. Begrundelsen herfor er, at hendes og Friedmans analytiske fortolkning er anvendt i forbindelse med analysen af den store depression, og det er således interessant, at undersøge, hvorledes hun forholder sig til den seneste krise. Desuden fremgår det, af den research, der er foretaget i forbindelse med udarbejdelsen af specialet, at en stor del af de monetaristiske økonomer er enige i Schwartz' synspunkter. I forbindelse med analysen af den store depression, blev der bragt en post-keynesiansk kritik af den monetaristiske tilgang. Denne kritik er undladt i denne analysedel, da kritikpunkterne tager udgangspunkt i den metodologiske tilgang, og således ikke har ændret sig markant. Ydermere er de to tilgange langt mere enige om årsagerne til seneste finansielle krise, end de var i forhold til den store depression, og det er derfor ikke i lige så høj grad oplagt at bringe en post-keynesiansk kritik.

Schwartz tager udgangspunkt i tre faktorer, når hun skal forklare årsagen til den seneste finansielle krise. Den første faktor omhandler det ekspansive pengepolitiske tiltag, som Federal Reserve indfører i forbindelse med den økonomiske afmatning, der optræder i begyndelsen af 00'erne, hvor renten bliver sænket for at øge den økonomiske aktivitet i det amerikanske samfund i forbindelse med de hændelser, der indtræffer på daværende tidspunkt. Ifølge Schwartz er det ikke Federal Reserves tiltag, der skaber problemet, men i højere grad det, at de ikke strammer pengepolitikken igen, når det går op for dem, at afmatningen ikke udvikler sig så alvorligt, som forventet. Den ekspansive pengepolitik har således været medvirkende til at skabe boligboblen, da Federal Reserve ikke har været gode nok til at vurdere situationen og dermed strammet pengepolitikken i tide før der sker en overophedning.¹³⁵ Som tidligere bestyrelsesformand for Federal Reserve, William McChesney Martin Jr., formulerer det:

*"It was [my] job to take the punch bowl away just when everyone was beginning to have fun. Far from taking the punch bowl away when traders begin to make merry, the Fed now spikes it at the first sign of economic sobriety."*¹³⁶

Schwartz mener dog ikke, at Federal Reserve alene bærer ansvaret for overophedningen på boligmarkedet, men at staten også bærer en del af skylden. Årsagen til dette er, at det forsøges at foretage et socialpolitisk tiltag, der skal give alle, selv de mindst kreditværdige låntagere, mulighed for at anskaffe sig en bolig. Dette tiltag gennemføres ved at anvende to regeringsunderstøttede selskaber, som har tilladelse til at udstede lån og lånegarantier, Fannie Mae og Freddie Mac. Formålet med at anvende disse to selskaber er, at de skal udstede realkreditlån til de mindre kreditværdige kunder, og at deres portefølje i sidste ende skal indeholde helt op til 52 procent af re-

¹³⁵ Schwartz (2009): Side 19-20 og 23.

¹³⁶ O'Driscoll Jr. (2009): Side 179.

alkreditlån til denne gruppe låntagere. Dette tiltag er medvirkende til at skabe yderligere efterspørgsel på boligmarkedet og derfor ligeledes stigende boligpriser.¹³⁷

Den anden faktor, som Schwartz anser for at være medvirkende til at udvikle den finansielle krise er ligesom post-keynesianerne udviklingen af nye finansielle produkter, som medfører, at ingen har et egentligt kendskab til disse produkter. Det er således svært at risikovurdere og prisfastsætte disse. Schwartz pointerer, at jo flere finansielle innovationer, der bliver foretaget på markedet, jo mere komplekst bliver systemet, og hverken skaberne af produkterne eller investorerne har indblik i, hvad disse indebærer. Ligesom post-keynesianerne lægger Schwartz vægt på, at det yderligere skaber problemer, at disse ukendte finansielle produkter bliver risikovurderet af ratingbureauer, der heller ikke besidder den tilstrækkelige viden, hvilket skaber usikkerhed. Et yderligere problem ved de innovative finansielle produkter er, at banktilsynet kender til problemet med de risikofyldte instrumenter, som egentlig er en trussel for både investorerne og låntagerne, uden at gribe ind. Ifølge Schwartz kan den finansielle sektor, som i høj grad er baseret på risikoberegning ikke fungere optimalt, når ikke de nyskabte produkter kan tildeles en korrekt pris og risikovurdering. Det er således nødvendigt at foretage en form for regulering for at undgå dette problem i fremtiden.¹³⁸

Den tredje og sidste faktor er kollapset af markedet for nogle finansielle produkter i forbindelse med finanskrisen og den dertilhørende kreditmarkedskrise. Et af de mest betydningsfulde instrumenter, som er brudt sammen er de såkaldte "Auction Rate Securities", ARS. Et ARS-værdipapir er et langsigtet papir, for hvilket renten fastsættes løbende gennem auktioner. Dette værdipapir har særligt været brugt af institutioner, som hospitaler og udstedere af studielån. I forbindelse med finanskrisens udbrud er der opstået problemer med de auktioner, der ligger bag ved rentefastsættelsen af disse papirer, hvilket har medført, at renten er blevet usædvanligt høj. Årsagen til dette er, at der er langt færre, der byder på auktionerne, end antallet af værdipapirer, som er til salg, hvilket medfører, at prisen på værdipapirerne falder, og investorerne derfor ikke er i stand til at indfri deres gæld, og låntagerne må derfor betale en højere rente. Under normale omstændigheder foregår auktionerne problemfrit og renten bliver fastsat på det forventede niveau. I tilfælde af, at der er for få bydende, under normale omstændigheder, vil de banker, som afholder auktionerne byde på papirerne, for at holde hånden under markedet. I forbindelse med den finansielle krise, hvor kreditmarkedet er under pres, har bankerne dog intet incitament til dette og lader således markedskræfterne råde, hvilket i sidste ende får markedet for ARS-værdipapirer til at kollapse.¹³⁹

De beskrevne tre faktorer, er Schwartz' fortolkning af årsagen til finanskrisen. Grundlæggende er Michael D. Bordo og Allan H. Meltzer enige i denne forklaring, men de tillægger Federal Reserve og Alan Greenspan en endnu større betydning i forbindelse med udviklingen af den finansielle krise. Bordo og Meltzer er enige med Schwartz om, at Federal Reserve har truffet nogle forkerte beslutninger i forbindelse med det økonomiske opsving, men de giver dem yderligere skylden for at den efterfølgende recession har udviklet sig, som den har. Begrundelsen for dette er, måden hvorpå Federal Reserve har håndteret de forskellige bankkrak; nogle banker er blevet reddet, an-

¹³⁷ Schwartz (2009): Side 20.

¹³⁸ Schwartz (2009): Side 20-21 og 23.

¹³⁹ Schwartz (2009): Side 21-22.

dre er ikke. Dette har været medvirkende til at skabe usikkerhed på markedet, da aktørerne er blevet usikre på, hvorledes den såkaldte "too big to fail"-regel fungerer, og hvilke banker der har været underlagt denne. Desuden har det forværret situationen, at Federal Reserve har valgt at rede banker, som har været i lige så dårlig stand, som de banker de ikke har valgt at holde hånden under, hvilket har skabt yderligere usikkerhed.¹⁴⁰

5.2.3 Vurdering

Med afsæt i analysen af den seneste finansielle krise, fremgår det tydeligt, at post-keynesianerne og monetaristerne i højere grad end i tilfældet med den store depression er enige om årsagerne til hændelsens opståen. Begge skoler har stort fokus på det innovative aspekt og den udvikling, der er forekommet i den finansielle sektor. Begrundelsen herfor er, at de begge mener, at de nye finansielle produkter, er medvirkende til at skabe ustabilitet i den finansielle sektor. Med udgangspunkt i Minskys teori bliver det pointeret, at disse produkter skaber usikkerhed, netop fordi investorerne bliver mindre risikoaverse, hvilket forårsager, at sektoren som helhed bliver mere skrøbelig over for både endogene og eksogene chok. Schwartz er enig i, at de innovative finansielle produkter er medvirkende til at skabe ustabilitet i sektoren. Hun formulerer det dog som, at den finansielle sektor ikke kan fungere, hvis de finansielle produkter ikke er korrekt risikovurderede, hvilket er tilfældet med disse produkter.

En anden faktor, som de to tilgange delvist har til fælles, er deres syn på det pengepolitiske tiltag, der blev indført i begyndelsen af 00'erne med henblik på at undgå recession. Her er de enige om, at den lave rente har været medvirkende til at skabe overophedningen på boligmarkedet. Idet Schwartz er monetarist og hermed fokuserer på at styre den økonomiske aktivitet gennem pengepolitik, tillægger hun Federal Reserve en større betydning end post-keynesianerne. Post-keynesianerne tolker det herimod som om, at boligboblen blot har været et enkelt element i en mere omfattende overophedning af økonomien.

Det fremgår hermed, at der er visse ligheder i de to tilganges analyse af den seneste finansielle krise, og at de overordnet set fokuserer på en del af de samme elementer som årsag til krisen. Dog er der stor forskel på deres tilgang til forskellige faktorer og implementeringen af dem. Dette kommer særligt til udtryk i måden, hvorpå de to skoler ønsker at afhjælpe krisen. Som tidligere nævnt har monetaristerne stort fokus på den pengepolitiske tilgang, og de lægger vægt på, at begge hændelser er opstået med afsæt fejlvurderinger fra Federal Reserve, både i tiden op til den store depression og den finansielle krise samt i den efterfølgende nedgang. Grundet deres lukkede tilgang, har de et snævert billede af økonomien, hvilket ligeledes er årsagen til at de udelukkende fokuserer på pengepolitikken og ikke i lige så høj grad tager andre instrumenter i betragtning. Dette gælder både i forbindelse med analysen af krisens opståen og sammenhæng med afhjælpningen af denne. I modsætning til dette, inddrager post-keynesianerne med deres åbne tilgang, flere faktorer i deres analyse, både med henblik på årsagsforklaringen og på afhjælpningen af krisen. Normalvis er post-keynesianerne i høj grad tilbøjelige til at anvende finanspolitik til at stimulere den effektive efterspørgsel, men som Davidson argumenterer for, skal det insolvensproblem, der er til stede i den finansielle sektor, som udgangspunktet afhjælpes gennem infusion, der vare-

¹⁴⁰ Bordo (2012): Side 6-7 og Meltzer (2009): 29-30.

tages af Federal Reserve, hvorefter fokus kan flyttes til den økonomiske aktivitet. Dette indebærer, at der ikke kun er én løsning på problemet, og således at der ej heller blot er én overordnet faktor, som er årsag til finanskrisens udvikling.

5.3 Forskelle og ligheder

Med afsæt i den ovenstående gennemgang af hændelsesforløb, empiri, teori og analyse af de to hændelser, vil der i dette afsnit bringes et svar på problemformuleringens første spørgsmål, som lyder: *Med udgangspunkt i post-keynesiansk teori, hvordan kan den seneste finansielle krise analyseres komparativt med den store depression i 1930'erne?* Det første område, der i denne sammenhæng vil være centralt at betragte, er de empiriske beviser for alvoren af de to kriser.

I det nedenstående betragtes empirien for henholdsvis bruttonationalprodukt, ledighed og forbrug i USA, som er nogle af de mest væsentlige parametre, der er medvirkende til at bestemme den økonomiske aktivitet i samfundet. Værdierne for disse tre parametre er opstillet i tabel 3 til 5 og viser den procentvise ændring mellem de to ekstremer, der indikerer top og bund i de to kriser.

Tabel 3: Bruttonationalprodukt - i millioner US-dollars

Den store depression		Den finansielle krise	
1929	843.334	2007	13.144.400
1933	602.751	2009	12.690.000
Procentvis ændring	-28,5	Procentvis ændring	-3,5

I tabel 3 ses den procentvise ændring mellem de to ekstremer i bruttonationalproduktet for de to kriser. Bruttonationalproduktet når i forbindelse med den store depression sit højeste niveau i 1929, hvorefter det falder til sit efterfølgende laveste niveau i 1933. I denne periode når bruttonationalproduktet at falde 28,5 procent, hvilket er et relativt stor fald for en årrække på fire år. Sammenlignes værdierne for den finansielle krise, som nåede sin top i 2007 og bund i 2009, med et fald på 3,5 procent, er det tydeligt, at alvoren af de to kriser ikke kan sammenlignes. Bruttonationalproduktet er netop en indikator for lands økonomiske aktivitet, og når tallene fra USA betragtes, er det tydeligt, at den store depression var langt hårdere ved økonomien generelt, end finanskrisen har været.

Tabel 4: Ledighed - i procent af arbejdsstyrken

Den store depression		Den finansielle krise	
1926	1,8%	2007	4,6%
1933	24,9%	2010	9,6%
Ændringsfaktor	13,8 gange	Ændringsfaktor	2,1 gange

Betragtes tabel 4, hvor ændringerne i ledigheden er afbildet, ses det, at den økonomiske aktivitet i de to perioder i høj grad afspejles i denne. I forbindelse med den store depression er ledigheden i 1933 knap 14 gange så stor, som den var, da ledigheden var på sit laveste niveau i 1926, hvorimod

ledigheden i forbindelse med den finansielle krise blot stiger til det dobbelte i perioden fra 2007 til 2010.

Tabel 5: Forbrug - i millioner US dollars

Den store depression		Den finansielle krise	
1929	76.723	2007	9.262.875
1933	45.886	2009	9.032.600
Procentvis ændring	-40,2	Procentvis ændring	-2,5

Ændringerne i den økonomiske aktivitet og ledigheden kan ligeledes forventes at komme til udtryk i privatforbruget, da de tre variable påvirker hinanden indbyrdes. Betragtes tabel 5, fremgår det, at forbruget i perioden med den store depression er faldet med 40 procent fra sit højeste niveau i 1929 til sit laveste i 1933. I forbindelse med den finansielle krise, fremgår det, at ændringen i forbruget med sine 2,5 procent langt fra er lige så alvorlig som den tidligere krise. Forskellen i de to ændringer stemmer ligesom de ovenstående faktorer overens med graden af recession i forbindelse med de to hændelser, og med udgangspunkt i de tre ovenstående tabeller er det således nærmest absurd at sammenligne alvoren af de to kriser.

Det fremgår således, at de to kriser har haft en negativ effekt i forhold til udviklingen i bruttonationalproduktet, ledigheden og forbruget, og at disse er blevet påvirket på samme vis. Forskellen er blot, at de to hændelser ligger på forskellige niveauer af alvor, idet hændelsen i 1930'erne har haft en langt større konsekvens for den økonomiske udvikling, end den finansielle krise har. Der forekommer således både forskelle og ligheder med udgangspunkt i det empiriske perspektiv, og med afsæt i dette, vil det der være relevant at betragte forskelle og ligheder i forbindelse med den post-keynesianske og monetaristiske analyse af de to kriser. Da der i problemformuleringen fokuseres på den post-keynesianske teori, vil hovedfokus i denne præsentation ligeledes lægges på denne.

I en post-keynesiansk betragtning er en af de væsentligste forskelle mellem de to kriser, at de ikke er opstået i den samme sektor. Den store depression er jævnfør afsnit 5.1.1 opstået i den realøkonomiske sektor som et resultat af det pengepolitiske tiltag, som blev indført for at stabilisere udviklingen på aktiemarkedet, hvilket havde en negativ effekt på de rentefølsomme erhverv. Usikkerheden i den reale sektor er dog relativt hurtig til at sprede sig til den finansielle sektor; først gennem usikkerhed på aktiemarkedet og senere til de finansielle institutioner. Sammenspillet mellem de to sektorer understreger interdependensen og pointerer vigtigheden af anvendelsen af en åben analysetilgang, som netop er karakteristisk for post-keynesianerne.

Finanskrisen er herimod opstået i den finansielle sektor, hvor den optimistiske indstilling til fremtiden gennem det økonomiske opsving har medvirket til, at aktørerne har været villige til at påtage sig en større risiko. Et eksogent chok fra den reale sektor, boligboblens brist, har været medvirkende til at udløse krisen i den finansielle sektor, som på daværende tidspunkt er yderst ustabil. Det, at der skabes usikkerhed i den finansielle sektor, der breder sig til den reale sektor, som det var tilfældet under den store depression, medfører at det finansielle marked fryser til. Problemerne i den finansielle sektor medfører at aktørerne bliver usikre på fremtiden, hvilket påvirker deres adfærd og sætter gang i en negativ spiral.

Det fremgår således, at de to krisers opståen og måden, hvorpå de har udviklet sig, er forskellige. Til trods for dette fremgår det af analysen af den store depression og den finansielle krise, at der ligeledes er elementer i kriserne, som danner grundlag for fællestræk. En af disse ligheder er forventningsdannelsen, som i perioden op til begge kriser har været påvirket af den positive økonomiske udvikling og dermed har været optimistisk. I forbindelse med den store depression har optimismen i høj grad taget udgangspunkt i en industriel boble, hvorimod den seneste finansielle krise som bekendt har afsæt i boligboblen.

Et andet element, der antyder en lighed mellem de to kriser er den fundamentale usikkerhed, som forekommer i nedgangsperioderne og som er beskrevet i afsnit 5.1.1. Der er naturligvis forskel på, hvordan denne usikkerhed er opstået i forbindelse med de to kriser, men fælles for begge er, at den har vendt op og ned på aktørernes adfærd.

Der er ingen tvivl om, at post-keynesianernes fokus i forbindelse med den seneste finansielle krise har været på gældsstrukturen i den finansielle sektor. Til trods for at der ikke har været fuldkommen enighed om, hvorvidt krisen har været forårsaget af en Minsky moment, er der ingen tvivl om, at Minskys teori om, at den finansielle sektor af natur er ustabil, har været til stor inspiration for dem alle. Denne ustabilitet har ligeledes præget perioden op til og under den store depression, netop fordi det også her tyder på, at der har været foretaget finansielle innovationer, som sammen med øget risikovillighed har medvirket til at gøre den finansielle sektor mere ustabil. Dette resulterer i, at den finansielle sektor har været mere skrøbelig og modtagelig over for chok fra den reale sektor.

Til trods for, at der er disse ligheder mellem de to hændelser, er det vigtigt at tage konteksten i betragtning, når de to skal sammenlignes. Konteksten er netop et område, hvorpå de to kriser i høj grad er forskellige. Opgangen i 1920'erne og den efterfølgende depression forekommer efter en periode, der i høj grad er påvirket af første verdenskrig og den usikkerhed, som den har medført. Perioden under første verdenskrig har til trods for, at USA ikke har været en direkte del af krigen, været påvirket af andre forhold, end under mere normale omstændigheder, hvilket resulterer i, at når krigen ophører, skal samfundet ændre sig fra at være i en krigstilstand til at være domineret af mere normale træk. Dette medfører, at tiden frem til 1920'erne har været påvirket af chok, der ikke har kunnet forudsiges, da de ikke tager udgangspunkt i de økonomiske sammenhænge. I 1920'erne er samfundet i høj grad båret af den industrielle udvikling, som således har ligget til grund for det økonomiske forløb. Dette har medført, at samfundet har været bygget op omkring en anderledes struktur og institutionelle forhold, end det er nu, og det kan tænkes at interdependensen mellem den reale og den finansielle sektor er bygget op omkring mere simple forhold. Som Keynes pointerer, strømmer pengene mellem tre aktører, fra indskyderen til banken, og fra banken til låntageren og på et senere tidspunkt strømmer pengene atter den anden vej. Som det er antydnet i forbindelse med analysen af den store depression, afsnit 5.1.1, har der også på dette tidspunkt været innovationer på det finansielle marked. Det kan formodes, at disse innovationer ikke har været lige så avancerede som de er blevet sidenhen, men de har dog været medvirkende til at skabe et spekulationsmotiv i samfundet, som har skabt grundlag for eksistensen af finanskapitalisten.

Forløbet op til den finansielle krise skiller sig i høj grad ud fra det ovenstående, da perioden op til krisens udbrud har været en del af en længerevarende økonomisk optur, dog med moderate kon-

junkturudsving. Endvidere har den samfundsmæssige opbygning ændret sig, idet det ikke længere er industrien, der er drivkraft i økonomien, men herimod i højere grad serviceerhvervene. Det, at samfundet har udviklet sig, medvirker til, at de interne relationer ligeledes ændres. Dette har eksempelvis betydet, at der er kommet større fokus på den finansielle sektor og de nye innovative produkter. Årsagen til dette er, at udviklingen i samfundet har gjort, at alle har adgang til internettet og dermed til at handle i realtid på det finansielle markedet. Dette er ligeledes medvirkende til at de finansielle produkter bliver mere interessante for den generelle befolkning, som ikke nødvendigvis har den grundlæggende viden omkring forholdene i denne sektor, men som investerer for at øge afkastet på eksempelvis pensionsopsparingen. Det, at alle har mulighed for at handle i realtid er desuden medvirkende til, at skabe større panik på aktiemarkedet, i tilfælde af at der indtræffer en hændelse, netop fordi individerne kan handle på et givet tidspunkt og ikke behøver at vente. Det fremgår således, at der er stor forskel på den kontekst som de kriser er opstået i, hvilket gør det svært at sammenligne dem, da de ikke er baserede på det samme fundament.

En anden faktor, der er medvirkende til, at de to kontekster er forskellige, er interdependensen. Der er tidligere blevet kommenteret på interdependensen mellem de økonomiske sektorer, men en anden dependens, der ligeledes bør tages i betragtning er den, der opstår indbyrdes mellem lande. Når empirien betragtes, jævnfør afsnit 2.1.3 og 2.2.2, fremgår det, at der ikke er noget egentligt bevis for at interdependensen mellem landene er større nu end den var i forbindelse med den store depression. Til trods for dette er der dog nogle faktorer, der er centrale at tage i betragtning i denne sammenhæng. En af de faktorer, der indikerer, at der er blevet større interdependens i nyere tid er, at de økonomiske markeder i højere grad er blevet åbnet op. Et eksempel på dette er det finansielle marked, hvor der i princippet ikke eksisterer nogle barrierer mellem landene. Når sammenhængen mellem USA og Storbritannien i forbindelse med den store depression betragtes, er de to landes økonomier i høj grad bundet sammen gennem guldstandard, som medvirker til at de økonomiske hændelser breder sig gennem samarbejdet. Dette er medvirkende til, at den økonomiske interdependens mellem disse to lande fremstår større end den generelle tendens. I forbindelse med finanskrisen lader det heller ikke til, at den globale interdependens i særlig høj grad er til stede. Dette kan dog skyldes, at Storbritannien og USA påvirkes af forskellige faktorer og særligt, at Storbritanniens økonomi hænger mere sammen med de øvrige europæiske økonomier end med USA. Det er derfor svært at sige noget konkret om den globale interdependens, der er dog noget der tyder på, at denne faktor ligeledes ligger til grund for at konteksten i forbindelse med de to kriser er forskellig.

Selvom det fremgår af problemformuleringen, at hovedfokus i specialet ligger på post-keynesianerne, er det desuden interessant at inddrage det monetaristiske syn på kriserne for at tilføje et andet perspektiv i analysen. Den monetaristiske analyse er i forbindelse med begge kriser baseret på den kvantitetsteoretiske sammenhæng. Dette medfører, at pengepolitikken tillægges en central rolle i forbindelse med hændelsesforløbene omkring de to kriser. De påpeger derfor, at hovedårsagen til begge kriser er, at pengepolitikken er ført forkert, og at Federal Reserve har fejlbedømt den økonomiske situation og således udført forkerte tiltag på forkerte tidspunkter. I sin analyse af den finansielle krise, inddrager Schwartz yderligere en central faktor; finansielle innovationer. Hun kommer herigennem ligesom post-keynesianerne ind på den finansielle struktur, og hvad øget risiko betyder for økonomien generelt. Det, der adskiller analysen af de to hæn-

delser, er, at det endnu ikke for alvor har været muligt at analysere finanskrisen i retrospektiv, som det blev gjort i forbindelse med den store depression. Dette kan have haft betydning for, hvilke faktorer, der inddrages i analysen, netop fordi Schwartz ikke har haft mulighed for at lave en empirisk analyse af pengemængde, priseniveau og omløbshastighed op til, under og efter den seneste krise. Det er dog bemærkelsesværdigt, at monetaristerne tillægger pengepolitikken så stor betydning i forbindelse med begge kriser, netop fordi de befinder sig i to samfund, hvor de kontekstuelle forhold er vidt forskellige.

For at det er realistisk at udføre en analyse af de to kriser med udgangspunkt i den kvantitetsteoretiske sammenhæng, må de bagvedliggende antagelser være opfyldt for begge kriser, hvilket er usandsynligt, fordi konteksten har ændret sig drastisk i perioden. Betragtes den økonometriske belysning af de tre bagvedliggende antagelser, jævnfør afsnit 2.1.3.1 og 2.2.2.1, ses det i forbindelse med den store depression, at antagelsen om pengemængdens påvirkning af priseniveauet kun i mindre grad er opfyldt og at ledigheden, hvis den inddrages i modellen, har en langt større effekt på priseniveauet. Dette taler imod, at denne antagelse er opfyldt i perioden. Betragtes sammenhængen mellem ledighed og inflation i samme periode, fremgår det, at denne antagelse er opfyldt. I modsætning hertil, er den kvantitetsteoretiske sammenhæng i perioden med den finansielle krise i højere grad opfyldt, da der er en tæt sammenhæng mellem de to variable. Som tidligere nævnt kan det dog tænkes, at denne sammenhæng er kunstigt skabt. I tilfældet med Philipskurvesammenhængen i finanskrisen, er den originale sammenhæng ikke opfyldt. Dataene indikerer dog en forventningsløst Philipskurvesammenhæng, det er forventningerne, der sætter inflationsniveauet. Det, at Philipskurvesammenhængen har ændret sig er medvirkende til at understrege den samfundsmæssige udvikling, som post-keynesianerne påpeger, er sket igennem tiden. Disse antagelser taler således både for og imod monetaristernes analyse af brug af pengepolitik som hovedårsagen til de to kriser.

Sammenfatning

Med udgangspunkt i den post-keynesianske analyse er det hovedsageligt to faktorer, som skaber forskellene mellem de to kriser, henholdsvis konteksten og sektoren, hvori krisen er opstået. Foruden disse to forskelle, som vægter utroligt højt i sammenligningen af de to kriser, er der ligeledes nogle ligheder mellem dem, herunder adfærden op til og under krisen. Det er dog svært at vurdere, hvor stor en vægt disse ligheder skal tillægges, da det kan tænkes, at adfærsfaktoren er karakteristisk for kriser generelt og ikke blot for disse to.

På baggrund af de forskelle og ligheder, der er præsenteret, vil det være vanskeligt at forudse en kommende krise med udgangspunkt i de faktorer, som er fremhævet i analysen. Årsagen til dette er, at kriserne i høj grad opstår med afsæt i de kontekstuelle forhold, og det er derfor svært at anvende erfaringer fra tidligere som advarsel om, at en ny krise er på vej. Det er langt mere realistisk, at forudse dem med udgangspunkt i karakteristika for en overophedning, netop fordi de helt specifikke faktorer, som har forårsaget de to hændelser, er vidt forskellige.

5.4 Regulering

Problemformuleringens andet spørgsmål lyder: *Hvordan har graden af regulering i den finansielle sektor ændret sig over perioden, og hvilken rolle kan denne tænkes at have spillet i forhold til den finansielle krise?* Der er i afsnit 3.0 redegjort for udviklingen af regulering i den finansielle sektor, herunder Glass-Steagall Act og dens ophævelse gennem Gramm-Leach-Bliley Act samt indførslen og udviklingen af de tre Basel kapitaldækningsbekendtgørelser. For at kunne besvare det ovenstående spørgsmål, er det relevant at betragte argumenterne for og imod ophævelsen af Glass-Steagall Act'en samt argumenterne for, hvorvidt ophævelsen af denne har været medvirkende til at skabe fundamentet for den finansielle krise. Det er ligeledes interessant at betragte argumenterne for og imod Basel II's rolle i denne sammenhæng. Med udgangspunkt i denne argumentation, vil der være belæg for at give en besvarelse på det opstillede spørgsmål.

5.4.1 Glass-Steagall Act

Glass-Steagall Act har siden dens indførsel i 1933 haft lov at herske frem til 1980'erne, hvor dele af loven bliver nyfortolket, hvilket fremgår af afsnit 3.1. I 1999 får Glass-Steagall Act sit endelige dødsstød, da GLBA overtager og ophæver lovgivningen på området. Glass-Steagall Act har lige fra begyndelsen været særdeles omdiskuteret, og der har været argumenter for og imod dens eksistens. I forbindelse med ophævelsen i 1999, tager diskussionen til, da der har været stor konflikt om, hvorvidt det er hensigtsmæssigt at ophæve lovgivningen og om, hvilke konsekvenser dette vil få for fremtiden i den finansielle sektor.

Corinne Crawford præsenterer i sin artikel fra Journal of Business & Economics Research fra 2011¹⁴¹ fire punkter for bevarelsen af Glass-Steagall Act. Det første punkt omhandler den interessekonflikt, der eksempelvis opstår i de kommercielle banker, når de både varetager udlån og investering, da bankerne både kan optjene profit ved at låne likviditet ud og ved at investere i værdipapirer. Interessekonflikten opstår netop, idet der er højest profit at opnå igennem investering på det finansielle marked, dog med en højere risiko, end ved udlån, hvor afkastet er mindre men risikoen i denne forbindelse også er lavere. Bankerne må således tage stilling til opbygningen af deres portefølje, og hvilke aktiver, der skal vægte højest. Det er netop denne interessekonflikt i de finansielle institutioner, der er årsagen til Glass-Steagall Act'ens indførsel. Det andet punkt for bevarelsen beskriver, at bankerne besidder en enorm magt, idet de har kontrol over andre menneskers penge. Det er således nødvendigt at opstille rammer for den finansielle sektor for at sikre, at den forbliver solid og konkurrencedygtig. Endvidere er Glass-Steagall Act'en medvirkende til, at staten i færre tilfælde skal dække dele af indskydernes tab i forbindelse med, at bankerne går konkurs som følge af handel på det finansielle marked. Det fjerde og sidste argument for bevarelsen af Glass-Steagall Act omhandler, at bankerne bør være administreret med henblik på lav risiko, og at ledelsen således forventes at være forsigtige i forbindelse med spekulative forretninger.

Det fremgår således, at de, som taler for at bevare Glass-Steagall Act mener, at den har skabt rammerne om en stabil finansiell sektor, som har været medvirkende til at usikkerheden i sektoren ikke er blevet for stor, og der derfor ikke har været opstået konflikter, der er i størrelsesord-

¹⁴¹ Crawford (2011): Side 129.

nen med de, som sås i sammenhæng med den store depression. De mener, at ophævelsen af Glass-Steagall Act vil føre til, at bankerne ikke kan håndtere risikoen på fornuftig vis, og der derfor atter vil opstå en krise i den finansielle sektor, som vil få konsekvenser for økonomien som helhed, som Senator Byron Dorgan formulerede det i 1999:

"I think we will look back in 10 years' time and say we shouldn't have done this, but we did because we forgot the lessons of the past and that what was true in the 1930's is true in 2010. I wasn't around during the 1930's or the debate over Glass-Steagall... We have now decided in the name of modernization to forget the lessons of the past of safety and soundness".¹⁴²

Crawford opstiller ligeledes fire argumenter imod bevarelsen. Det første punkt omfatter, at bankerne under Glass-Steagall Act er underlagt rammer, som forvrider konkurrencen, idet andre finansielle institutioner i USA, som ikke er underlagt Act'en, samt alle finansielle institutioner i udlandet tager markedsandele. Den føromtalte interessekonflikt kan undgås ved at tvinge de finansielle virksomheder til at føre en markant opdeling mellem udlån og investering i koncernen. Endvidere argumenteres der for, at den del af virksomheden, som beskæftiger sig med indlånernes penge af natur er mindre risikofyldte, hvilket vil udjævne den øgede risiko, som investeringsfunktionen påtager sig. Den samlede risiko vil således ikke være forøget. Fjerde og sidste argument omhandler, at udlandet ikke er underlagt lige så streng regulering som USA, og til trods for dette har haft succes med at kombinere udlåns- og investeringsfunktionen. Det er derfor nærliggende for de amerikanske finansielle institutioner at lære af de udenlandske erfaringer omkring finansiell struktur og regulering.¹⁴³

Med udgangspunkt i de fire ovenstående argumenter, fremgår det, at modstanderne af Glass-Steagall Act ikke længere mener, at den finansielle sektor har brug for at være underlagt en så stram regulering, da de tror, at bankerne har lært af fortiden. I stedet for denne stramme regulering bør der opstilles nogle krav til bankerne om, hvorledes de skal administreres, hvis de både skal varetage udlån og investeringer. Der kan dog stilles spørgsmålstejn ved, hvad der har været medvirkende til at disse argumenter har vægtet højere end argumenterne for bevarelsen, men det kan tænkes at være et resultat af den samfundsmæssige økonomiske tendens. Denne har bevæget sig fra at være domineret af overbevisningen om, at staten har spillet en vigtig rolle i forbindelse med den økonomiske udvikling til at der i højere grad fokuseres på det frie og uregulerede marked, som Senator Phil Gramm udtrykker det:

"The world changes and we have to change with it. We have a new century coming and we have an opportunity to dominate that century the same way we dominated this century. Glass-Steagall, in the midst of the Great Depression, came at a time when the thinking was that the government was the answer. In this era of prosperity, we have decided that freedom is the answer."¹⁴⁴

I forbindelse med den seneste finansielle krise er diskussionen omkring ophævelsen af Glass-Steagall Act blusset op igen. Årsagen til dette er, at der forsøges at finde en begrundelse for krisens udspring. Der er i denne sammenhæng mange argumenter for og imod, hvorvidt ophævelsen

¹⁴² Crawford (2011): Side 129.

¹⁴³ Crawford (2011): Side 129.

¹⁴⁴ Crawford (2011): Side 130.

har været hovedårsag til krisen. Som tidligere nævnt mener både Whalen og Davidson¹⁴⁵, at den manglende regulering af den finansielle sektor har haft en betydning, da dereguleringen har været medvirkende til at skabe mulighed for udvikling af nye finansielle produkter, som er skabt med udgangspunkt i samarbejdet mellem de forskellige finansielle institutioner. Denne holdning deler Robert Kutner og den upartiske amerikanske politiske organisation, Demos, som netop mener at årsagen til krisen udspringer af ophævelsen af Glass-Steagall Act, da den har gjort det muligt for bankerne at varetage realkreditaftaler, kredittabsforsikringer, de såkaldte "credit default swaps", og andre eksplosive finansielle produkter.¹⁴⁶ Et andet argument for at ophævelsen af Act'en er en medvirkende faktor er, at konteksten har ændret sig siden den store depression, idet den finansielle sektor i høj grad har udviklet sig. I denne forbindelse kan det tænkes, at det er nødvendigt at udvikle reguleringen, så den passer til den nuværende økonomi, men som Barack Obama formulerede det i 2008, blev Act'en frem for at blive fornyet ophævet således at reguleringen var på et niveau som før den store depression.¹⁴⁷

I modsætning til disse argumenter, som tager udgangspunkt i de hændelser, som opstår i forbindelse med at Glass-Steagall Act er blevet ophævet, er der ligeledes en række argumenter, som modsiger denne tænkning. Charles W. Calomiris og Justin Fox er begge fortalere for, at det såkaldte "shadow banking" og andre aktiviteter som samling af realkreditlån i pakker samt anvendelsen af swaps har været mulig, også under Glass-Steagall Act. Dette medfører, at de finansielle aktiviteter og dereguleringen ikke har nogen reel sammenhæng og at Glass-Steagall Act således ikke kunne have forhindret den seneste finansielle krise. Calomiris mener herimod, at den største årsag til krisens udspring er, at der har været problemer med at beregne risiko på finansielle produkter, da ratingbureauerne hverken har den nødvendige viden eller et egentligt incitament til at risikovurdere de nye produkter korrekt. Dette resulterer i, at han indirekte pålægger Basel-systemet skylden for krisen frem for ophævelsen af Act'en.¹⁴⁸ Jim Leach, en af ophavsmændene bag GLBA, argumenterer endda for, at ophævelsen af Act'en har medvirket til at nedtone konsekvenserne af den finansielle krise, da de kommercielle banker har haft mulighed for at overtage de nødlidende investeringsbanker, hvilket ikke havde været muligt under Glass-Steagall Act.¹⁴⁹

Med udgangspunkt i de ovenstående argumenter er det vanskeligt at komme med et entydigt svar på, hvilken rolle ophævelsen af Glass-Steagall Act har spillet i forhold til finanskrisens udspring. Det er dog, som Camden Fine formulerer det, pudsigt at den finansielle krise er opstået knap ti år efter Act'ens ophævelse efter en længerevarende periode uden alvorlige kriser i USA.

*"We cruise along for 80 years without a major calamity infecting the entire financial system and then less than eight years after the repeal of the Glass-Steagall Act, we have a financial meltdown in this country... That's no accident."*¹⁵⁰

¹⁴⁵ Whalen (2008) og Davidson (2008).

¹⁴⁶ Crawford (2011): Side 130-131.

¹⁴⁷ Crawford (2011): Side 131.

¹⁴⁸ Crawford (2011): Side 131-132.

¹⁴⁹ Crawford (2011): Side 132.

¹⁵⁰ Crawford (2011): Side 131.

5.4.2. Basel

Med udgangspunkt i den store ustabilitet, der ses på det finansielle marked i forbindelse med krakket på Wall Street i 1987, finder Basel-komiteen det nødvendigt at forsøge at regulere det finansielle marked, med særligt henblik på de kommercielle banker, gennem brug af kapitaldækningsregler, jævnfør afsnit 3.2. Efter at have haft en periode med Basel I finder komiteen det nødvendigt at tilpasse reguleringen gennem Basel II. Det er netop Basel II, der er de gældende kapitaldækningsregler på det tidspunkt, hvor finanskrisen indtræffer, hvilket er årsagen til, at det netop er disse, der tages udgangspunkt i, når krisens opståen belyses med afsæt i Basel.

Til trods for at Basel II er en videreudvikling af Basel I, og det således i princippet ikke er et nyindført system, forekommer der fejl og mangler i kapitaldækningsregelsættet. Det er derfor ikke vanskeligt for de økonomer, der mener, at Basel II kan være en af hovedårsagerne til finanskrisen, at finde kritikpunkter i forhold til dette. Det er herimod svært at finde modsvarende argumenter i denne diskussion, som kan være medvirkende til at forsvare Basel II. For de økonomer, som mener, at Basel II i høj grad har været med til at forårsage den finansielle krise, fremstår kapitaldækningsreglerne, som et reguleringsværkstøj, der ikke har den ønskede effekt. Begrundelsen for dette tager udgangspunkt i en række kritikpunkter, som er fremsat af Imad A. Moosa.

Et af de mest alvorlige kritikpunkter omhandler, at bankerne selv får ansvaret for at bestemme størrelsen af kapitalkravet gennem deres egne økonometriske modeller. Et af problemerne med anvendelsen af disse modeller er, at de er snævre, idet de ikke kan indeholde alle betydelige faktorer. Endvidere er en krise en sjælden hændelse, og disse vil således ikke indgå i modellerne.¹⁵¹ I et post-keynesiansk perspektiv vil dette medføre, at usikkerhedsbegrebet ikke er til stede i modellerne, hvilket efter deres mening gør modellerne upålidelige. Dette forsøges der dog at tage højde for igennem makroøkonomiske stresstests, som tester, hvorledes modellerne reagerer i forhold til stressscenarier og hermed, hvordan kapitalbehovet vil ændres i en sådan situation. Problemet med disse stresstests er dog, at de er baserede på forecast-værdier og en imaginær krisesituation.

Konsekvensen af, at Basel II tager udgangspunkt i, at bankerne selv skal beregne deres kapitalkrav med afsæt i de risikovægtede aktiver er, at ratingbureauerne i forbindelse med standardmetoden og den grundlæggende IRB-metode, bliver tillagt en stor betydning og magt. I forbindelse med den seneste finansielle krise er det netop, jævnfør afsnit 2.2.1, blevet synliggjort, at ratingbureauerne i for høj grad er biased, idet de er påvirkede af de kommercielle banker, som betaler for at få aktiverne risikovurderet. Ydermere har bureauerne haft svært ved at rate værdipapirerne korrekt, da de ikke har haft nødvendige kendskab til produkterne.¹⁵² Et andet problem med anvendelsen af de økonometriske modeller er, at de kommercielle banker har mulighed for at manipulere modellerne, således at banken får et mindst muligt kapitalkrav, dog stadig under de tilsynsførendes accept. Det er derfor principielt det samme som at få ulven til at vogte får.¹⁵³

Et at Moosas andre kritikpunkter af Basel II er implementeringsprocessen. Begrundelsen for dette er, at kapitaldækningsreglerne bør være et standardiseret værktøj, for at det kan implementeres i adskillige lande verden over. Til trods for at den finansielle sektor er et interdependent sy-

¹⁵¹ Moosa (2010): Side 101-105.

¹⁵² Moosa (2010): Side 106-107.

¹⁵³ Moosa (2010): Side 101-105.

stem, befinder alle disse lande sig i forskellige kontekster. Endvidere er det ikke alle disse lande, som har ressourcer til rådighed og således kan levere det tilsyn af modellerne, som Basel-komiteen kræver. Desuden omfatter Basel II udelukkende de kommercielle banker, hvilket skaber problemer, da det efter Glass-Steagall Acts ophævelse er muligt for disse at samarbejde med andre finansielle institutioner. Dette skaber således en ubalance i reguleringen af det finansielle system, da det forsøges at skabe stabilitet udelukkende gennem de kommercielle banker, og der derfor ikke tages højde for de resterende institutioner.¹⁵⁴

Som tidligere nævnt er modargumenterne til, at Basel II har været med til at forårsage den seneste finansielle krise, meget få og desuden vage. Moosa præsenterer dog de stærkeste og mest brugte argumenter. Det første argument lyder på, at en tidligere implementering af Basel II kunne have forhindret krisen. Basel II var fastsat til at være fuldt implementeret i 2006, hvilket medfører, at regelsættet ikke har haft tid til at skabe den ønskede effekt frem til krisens udbrud i USA i 2007. Hvis Basel således skal tillægges skylden for krisens opståen, er det i højere grad retmæssigt at pålægge denne skyld Basel I. Et yderligere argument er, at Basel II ikke ville have tilladt den risikovægt, som nogle banker pådrog sig og som har været med til at skabe ustabilitet i den finansielle sektor. Det, at det til trods for Basel II har været muligt for bankerne at påtage sig denne risiko, skyldes sandsynligvis, at der har været manglende overvågning, og at nogle banker derfor har taget udgangspunkt i modeller, som ikke har levet op til Basel-komiteens krav.¹⁵⁵

Det fremgår således, at argumenterne for at Basel II har en del af skylden for krisen er flere og stærkere end argumenterne imod. Dette kan medføre, at vægtskålen tipper, og der derfor er større tilbøjelighed til at give Basel II skylden for krisens opståen. Der er dog mange andre faktorer, der bør tages i betragtning i denne sammenhæng, og det er således forvridende at basere hele sin vurdering på de ovenstående argumenter.

5.4.3 Vurdering

Der er således mange forskellige meninger om, hvorvidt den regulering, der er blevet ført frem til den finansielle krise, kan tænkes at have spillet en central rolle i forbindelse med udviklingen af denne. I forhold til Glass-Steagall Act er det tydeligt, at tilstedeværelsen af denne har været årsag til megen debat gennem tiden, da der er klare holdninger til, om den har haft en væsentlig betydning eller ej. Det er med udgangspunkt i de ovenstående argumenter for og imod, svært at tillægge nogle argumenter større betydning end andre og hermed tage stilling til, hvilke argumenter der er mest korrekte. Dog er der ingen tvivl om, at post-keynesianerne tillægger ophævelsen stor betydning for den finansielle krises opståen, da den har været med til at skabe en øget ustabilitet i den finansielle sektor. Desuden er det, som nævnt ovenfor, yderst bemærkelsesværdigt, at økonomien rammer en alvorlig krise, knap ti år efter ophævelsen af Glass-Steagall Act'en, når der for USA's vedkommende ikke har været nogle alvorlige kriser siden før act'ens indførelse.

I situationen med Basel II, er der tydeligvis langt flere argumenter for kapitaldækningsregelsættets svagheder end for dets styrker. Dette medfører lige umiddelbart, at mange er tilbøjelige til at tilslutte sig denne holdning. Dog skal det tages i betragtning at Basel efter GLBA's indførelse er

¹⁵⁴ Moosa (2010): Side 107-109.

¹⁵⁵ Moosa (2010): Side 110-111.

blevet tillagt et langt større ansvar, end da Glass-Steagall Act'en var med til at skabe rammerne omkring det finansielle marked. Når Basel II som et nyimplementeret system står alene, vil der naturligvis være fejl og mangler, som kan tænkes, vil blive rettet efterhånden som, der bliver gjort opmærksom på dem. Problemet med dette er dog, at den finansielle sektor udvikler sig hurtigt, og det er således vanskeligt at tilpasse reguleringen efter denne udvikling. Ydermere kan de mindste ændringer i regelsættet medfører, at implementeringen bliver sat tilbage, og denne derfor bliver trukket i langdrag, hvilket indebærer, at der i denne periode i princippet ikke er en egentlig regulering på markedet. Desuden er det et problem, at de tilsynsførende institutioner ikke har den tilstrækkelige viden og erfaring på området, som er nødvendig, hvis hele systemet skal fungere optimalt. Der er i Basel II ikke nogen egentlig lovgivning eller vejledning om, hvordan risikovurderingsmodellerne skal opstilles, og det er derfor svært for bankerne at vide, hvad der forventes af disse modeller, da de tilsynsførende ikke vurderer modellerne løbende i deres udvikling, men først når det færdige resultat præsenteres. Til trods for at disse fejl og mangler er tilstede, er det vanskeligt at forestille sig, at kapitaldækningsregelsættet er en hovedårsag i forbindelse med den seneste finansielle krises opståen. Det kan imidlertid tænkes at hele problematikken omkring Basel II alligevel kan have spillet en rolle, netop fordi de banker, der anvender den grundlæggende eller den avancerede IRB-metode igennem denne anvendelse har haft mulighed for at nedskrive kapitalkravet, hvilket naturligvis har en betydning i tilfældet af at banken kommer i problemer.

Det er med udgangspunkt i de ovenstående argumenter umuligt at vide, hvordan økonomien ville have udviklet sig, i tilfældet af at Glass-Steagall Act'en ikke var blevet ophævet, netop fordi økonomien ikke er et lukket system og derfor ikke kan rekonstrueres og bedømmes i retrospektiv. Det er dog svært at forestille sig, at en øget regulering af den finansielle sektor ikke i en vis grad vil have haft en gavnlig effekt på udviklingen i sektoren. Årsagen til dette er, at der under Glass-Steagall Act'en var en klar lovgivning, som bankerne var underlagt, hvorimod Basel i højere grad kan anses som et svagere reguleringsværktøj, idet det er et nyimplementeret system, og at størstedelen af ansvaret er i bankernes hænder. Desuden skal det tages i betragtning, at samarbejdet mellem de finansielle institutioner, som de kommercielle banker, investeringsbankerne og forsikringsselskaberne, medvirker til at markedet bliver langt mindre gennemskueligt for alle parter, hvilket i sidste ende medfører at systemet bliver langt mere usikkert end, hvis der havde været en mere gennemgribende regulering.

6.0 Perspektivering – Retningslinjer for ny model

Det fremgår af den ovenstående analyse, at teorierne under den post-keynesianske tilgang, herunder det fundamentale usikkerhedsbegreb, Keynes' kriseteori og Minskys hypotese om finansiell ustabilitet, hver har deres styrker i forhold til analysen af de to kriser. For at kunne opnå en mere fyldestgørende model, som både rummer de reale og de finansielle størrelser, vil det således være interessant at forsøge at opstille retningslinjer for en ny model med udgangspunkt i den post-keynesianske tilgang. Årsagen til, at det udelukkende er denne indgangsvinkel der anvendes, er naturligvis, at det er denne tilgang, der danner grundlag for dette speciale, men ligeledes at dette vil medføre, at der ikke fremkommer nogle uoverensstemmelser mellem de metodologiske betragtninger. Fundamentet for denne nye model vil da være Keynes' 45°-model, da denne indehol-

der de mest centrale realøkonomiske faktorer, som netop bliver påvirket, når økonomien ændrer sig. Endvidere vil modellen bygge på Minskys hypotese, da denne inddrager gældsstrukturen i den finansielle sektor. Ved at kombinere disse to teorier, vil det være muligt at opstille en model, der rummer både den reale og den finansielle sektor. Den ultimative test for modellen er, at undersøge, hvorvidt den kan anvendes til analyse af de to hændelser.

6.1 Redegørelse

Teorien bag 45°-modellen er beskrevet i afsnit 10.3 i Appendiks. Det, der lægges vægt på i forbindelse med udviklingen af den nye model er sammenhængen mellem produktionen og den aggregerede efterspørgsel samt investeringernes betydning for den økonomiske vækst. Forklaringen på dette er, at produktionen tager udgangspunkt i entreprenørernes forventninger til den fremtidige aggregerede efterspørgsel. Med afsæt i disse, kan entreprenørerne vurdere, hvor meget de kan få afsat i den følgende periode og således fastsætte profitten for denne periode. Forventningerne til profitten og den aggregerede efterspørgsel indgår i entreprenørernes overvejelser omkring, hvor meget likviditet, de har til rådighed til investeringer, og om der er efterspørgsel nok til, at produktionen kan udvides. Årsagen til at investeringerne spiller en central rolle i forhold til den økonomiske vækst, er, at det ikke er muligt for virksomhederne at øge produktionen, hvis ikke de foretager investeringer. Omvendt har virksomhederne intet incitament til at investere, hvis ikke den forventede aggregerede efterspørgsel i den næste periode overstiger produktionen i denne periode.

Minskys hypotese om finansiell ustabilitet fremgår af afsnit 4.1.4 og det fremgår, at denne indeholder flere forskellige teoremer. Det er dog i forbindelse med udarbejdelsen af denne model valgt udelukkende at anvende Minskys tænkning omkring gældsstrukturen, herunder hedge-, spekulativ- og ponzifinansiering. Dette betyder ikke, at der vil blive set bort fra de resterende elementer i Minskys teori, men blot at disse vil indgå indirekte i den nye model.

For at kombinere de to teorier tages der udgangspunkt i produktions- og investeringsmotivet i Keynes' teori samt gældsstrukturen i Minskys hypotese. Forklaringen på dette er, at udviklingen i den reale sektor i en periode med opgang skaber grundlag for, at virksomhederne har brug for likviditet fra den finansielle sektor for at udvide produktionen tilstrækkeligt for at følge den aggregerede efterspørgsel. I tilfælde, hvor den økonomiske udvikling er moderat, er det ikke nødvendigt for entreprenørerne at udvide produktionen eksplosivt, og de optager således låneaftaler, som har karakter af hedgeenheder, da tilbagebetalingen sker udelukkende med udgangspunkt i den realiserede pengestrøm. Når den samfundsøkonomiske udvikling i en højkonjunktur begynder at tage fart, er det nødvendigt for virksomhederne at udvide produktionen i et højere tempo end hidtil, da den aggregerede efterspørgsel stiger. For at entreprenørerne kan producere et output, der svarer til den øgede efterspørgsel, er det nødvendigt at udvide kapitalapparatet yderligere gennem investeringer. Den øgede optimisme i samfundet medfører at entreprenørerne ligeledes øger deres forventninger til den fremtidige profit, hvilket medvirker til, at de får større tiltro til profitabiliteten af deres investeringsprojekter. Dette resulterer i, at entreprenørerne bliver mere risikovillige, da de har forventninger til, at investeringsprojekterne tjener sig selv ind, hvis blot de realiseres. De låneaftaler, som entreprenørerne indgår skifter således fra at være dominerede af

hedgeenheder til at være dominerede af spekulative enheder. Efterhånden som denne optimistiske udvikling fortsætter, ændrer gældsstrukturen sig yderligere til, at entreprenørerne optager ponzilån.

Med udgangspunkt i Minskys hypotese leder denne udvikling hen mod et punkt, hvor ustabiliteten i den finansielle sektor bliver så stor, at systemet delvist bryder sammen. På dette tidspunkt er det ikke muligt for virksomhederne at få adgang til likviditet, da aktørerne i den finansielle sektor bliver opmærksomme på ustabiliteten og således bliver mere tilbageholdende med at låne likviditet ud til mindre profitable investeringsprojekter. På grund af de negative konsekvenser, som sammenbruddet i den finansielle sektor medfører, ændres den samfundsmæssige holdning til fremtiden og den aggregerede efterspørgsel vil blive påvirket i en negativ retning, da aktørerne bliver mere usikre på fremtiden. Denne usikkerhed påvirker ligeledes entreprenørerne, som ændre adfærd og bliver mindre optimistiske. Dette kan tænkes at medføre, at entreprenørerne ikke længere ønsker at investere på det niveau de førhen har gjort, da de ikke længere har en optimistisk holdning til den fremtidige profit som et resultat af en faldende forventet aggregeret efterspørgsel. I dette tilfælde vælger entreprenørerne at anvende deres profit anderledes, ved frem for at investere i realkapital at anvende den overskydende likviditet på tilbagebetaling af lån eller opsparring. Gældsstrukturen ændrer således karakter, idet der naturligvis vil blive betalt tilbage på de mest risikofyldte og dyre låneaftaler, herunder spekulativ- og ponzienheder, før der betales af på hedgeenhederne.

6.2 Anvendelse

Med udgangspunkt i Keynes' 45°-model og Minskys hypotese er det således muligt at skabe en model, der afspejler økonomiens udvikling igennem konjunkturerne, både i et realøkonomisk og finansielt perspektiv. Det er dog vigtigt at være kritisk over for denne fremstilling, da det er vanskeligt at have en objektiv tilgang til sine egne tanker. Det skal pointeres, at modellen er udviklet på baggrund af erfaringer og viden omkring den store depression og den finansielle krise, hvilket medfører at modellen naturligvis er præget af denne viden. Resultatet af dette er, at modellen delvist kan anvendes til at forklare udviklingen i forbindelse med de to hændelser, men ikke nødvendigvis kan anvendes på en hvilken som helst anden hændelse.

Som det fremgår af afsnit 5.3 er der forholdsvis mange ligheder mellem hændelsesforløbene omkring de to kriser, og det er således ikke nødvendigt at analysere de to hændelser adskilt i den nye model. Til trods for at kriserne er udbrudt i to forskellige sektorer, er opgangsperioderne præget af en del af de samme tendenser. Udviklingen i både den reale og den finansielle sektor har været høj, hvilket afspejler interdependensen mellem de to sektorer. Et høj økonomisk aktivitetsniveau kræver udvikling i både den reale og den finansielle sektor, da det ikke er muligt at skabe vækst i den reale sektor uden likviditet fra den finansielle sektor. Omvendt er den finansielle sektor naturligvis ligeledes baseret på reale faktorer, og det er således nødvendigt, at der er en efterspørgsel efter finansieringsmuligheder for, at bankerne kan overleve.

En anden faktor, som er karakteristisk for perioden op til de to hændelser er den øgede optimisme omkring fremtiden. Denne medfører, at både erhvervslivet og befolkningen forbruger mere, hvilket får den aggregerede efterspørgsel til at stige. Denne optimistiske tendens får virksomhe-

derne til at forøge deres forventninger til den fremtidige profit. Den samlede optimisme i samfundet og det øgede forbrug medfører, at der opstår en forøget efterspørgsel efter likviditet, som skaber incitament for den finansielle sektor til at skabe innovative finansielle produkter. Til trods for at dette innovative element ikke indgår direkte i modellen, fremgår det dog indirekte igennem forøgelsen af den økonomiske aktivitet. Sammenspillet mellem den optimismen i den finansielle og den reale sektor medvirker, som beskrevet i ovenstående afsnit, til at gældsstrukturen ændres, da aktørerne i højere grad er villige til at påtage sig risiko, når fremtiden ser lys ud, og at bankerne ligeledes er villige til at påtage sig risiko på aktørernes vegne. Selv om det lader til, at den stigende optimisme har en positiv effekt på økonomien, medfører den, at der opstår ustabile forhold, ikke blot i den reale sektor men også i den finansielle. Årsagen til dette er, at jo mere risikofyldte lån entreprenørerne optager, jo mindre skal der til for, at de bliver teknisk insolvente. Når virksomhederne bliver teknisk insolvente, er der større risiko for, at de defaultter og dette skaber usikkerhed i den finansielle sektor, da det i sidste ende er bankerne, der må tage tabet. Denne negative gældsstruktur kommer, jævnfør afsnit 2.1.1 og 2.2.1, til udtryk i forbindelse med opgangsperioden i både den store depression og finanskrisen. Den øgede ustabilitet i økonomien gør den skrøbelig over for eksogene chok, uanset hvor i økonomien de forekommer. I forbindelse med den store depression kommer chokket med udgangspunkt i de pengepolitiske tiltag, som i første omgang påvirker den reale sektor, men som efterfølgende påvirker den generelle forventningsdannelse og således breder sig til resten af økonomien. I tilfældet med den finansielle krise er chokket forårsaget af boligboblens brist, som har en direkte effekt på den finansielle sektor og gennem de finansielle relationer breder sig til den resterende økonomi. Ens for begge tilfælde er, at chokkene sætter gang i en negativ økonomisk spiral, som påvirker optimismen i samfundet og hermed den aggregerede efterspørgsel.

Det fremgår således, at den nye model kan analysere de to kriser med udgangspunkt i de overordnede fællestræk. Til trods for at modellen er udviklet til at rumme begge sektorer, er der naturligvis nogle faktorer, der præger de to kriser, men som ikke indgår direkte i modellen. Eksempler på disse er ledighedsfaktoren, som dog indgår indirekte gennem produktionen, da den netop anses for at være en produktionsinputfaktor, samt de innovative finansielle produkter. Et andet element, som et åbent system ville forsøge at tage højde for, er eksempelvis konteksten. Denne faktor er dog umulig at tage højde for i en model, da modellen i så fald udelukkende ville kunne anvendes til analyse af en specifik hændelse, hvilket netop ikke er formålet med en model. Ses der bort fra disse mangler, lader det umiddelbart til, at modellen kan anvendes til analyse af de to hændelser på en mere fyldestgørende måde end de separate teorier, som den bygger på.

Den nye model bærer dog i højere grad præg af at være en model for konjunkturerne end en egentlig kriseteori. Spørgsmålet er blot, om kriser i virkeligheden ikke blot er resultatet af ekstreme konjunkturudsving, som i overophedningsfasen ikke bliver korrigeret, hvilket medvirker til at lavkonjunkturerne er dybere end ellers. I så fald er det da i højere grad oplagt at fokusere på den generelle økonomiske udvikling frem for at fare vild i sin søgen efter specifikke overraskelsesmomenter, og således skal fokusere på at regulere de egentlige økonomiske mekanismer mens tid er – og altså fjerne punchbowlen mens festen er i gang frem for at skulle kurere de slemme tømmermænd efterfølgende.

7.0 Perspektivering - Budgetbalance

Det post-keynesianske teorigrundlag er udtænkt på et tidspunkt, hvor konteksten og de generelle økonomiske forhold har været betydeligt anderledes, end de er i dag. Til trods for, at det fremgår af analysen, at disse teorier kan anvendes til at analysere den seneste finansielle krise, er det dog relevant at betragte krisen med udgangspunkt i en nyere tilgang. Det er således valgt at perspektivere til Richard C. Koo's teori om såkaldte "balance sheet recessions".

Koo udvikler sin teori med udgangspunkt i den økonomiske krise i Japan i 1990'erne. Kernen i teorien er, at efter en gældsfinansieret boble er bristet, vælger den private sektor at minimere gæld frem for at maksimere profitten, da værdien af aktiverne falder, mens passiverne forbliver på samme niveau, hvilket betyder at der skabes et budgetunderskud. For at afhjælpe problemerne ser virksomhederne sig derfor nødsagede til at afbetale gælden.¹⁵⁶

Koo mener, at måden, hvorpå en økonomi skal komme ud af en balance sheet recession, er ved, at staten kompenserer for den private sektors manglende forbrug ved, gennem et finanspolitisk tiltag, at optage gæld og forøge det offentlige forbrug. Dette medfører naturligvis, at statens gæld vokser, hvilket stiller landet i en forværret situation. Det er imidlertid vigtigt at veje disse udgifter op mod det tab, der ville have været, hvis staten lader stå til. Til trods for at Koo argumenterer for denne type tiltag, er det ikke nødvendigvis finanspolitikken, som økonomierne vælger som det første løsningsgrundlag, da et finanspolitisk tiltag ofte er mere krævende end pengepolitik, og at staten spiller en central rolle i forhold til beslutningsprocessen. Mange økonomier vælger derfor at anvende pengepolitik i deres første forsøg på at afhjælpe recessionen og stimulere den økonomiske aktivitet. Problemet med pengepolitikken er dog, at de mest centrale pengepolitiske værktøjer, renteregulering og inflationsmål, i forbindelse med balance sheet recessioner, ikke har en egentlig effekt. Problemet med rentereguleringen er, at til trods for, at renten sænkes til et ekstremt lavt niveau, som det er set i forbindelse med den finansielle krise, er den private sektor ikke villig til at optage yderligere gæld for at investere. Årsagen til, at inflationsmålet ligeledes ikke har en effekt, er, at den private sektor udelukkende fokuserer på aktivpriserne frem for forbrugerpriserne, og en ændring i inflationsmålet vil således ikke påvirke sektorens adfærd.¹⁵⁷

Koo mener, at det netop er en balance sheet recession, der har ramt de vestlige økonomier i forbindelse med boligboblens brist. Han argumenterer, med udgangspunkt i empiri fra både Storbritannien og USA for, at den private sektor i begge lande har bevæget sig fra at optage lån til at opspare. I begge lande viser empirien, at den private sektors opsparing er større end den gæld, den offentlige sektor optager. Dette er et tegn på, at de økonomier netop befinder sig i denne type recession, og at staten i de to lande ikke i høj nok grad anvender finanspolitik til at stimulere den økonomiske aktivitet. Det tyder dog på, at der i Storbritannien er større fokus på budgetbalance, hvilket medfører, at den britiske stat er mere tilbageholdende med at optage lån for at holde gang i den økonomiske aktivitet.¹⁵⁸ Udfaldet af den manglende stimulans kan tænkes at være årsagen til, at udviklingen i det britiske bruttonationalprodukt, jævnfør afsnit 2.2.2, har en stagne-

¹⁵⁶ Koo (2013): Side 47.

¹⁵⁷ Koo (2013): Side 47-51.

¹⁵⁸ Koo (2013): Side 53.

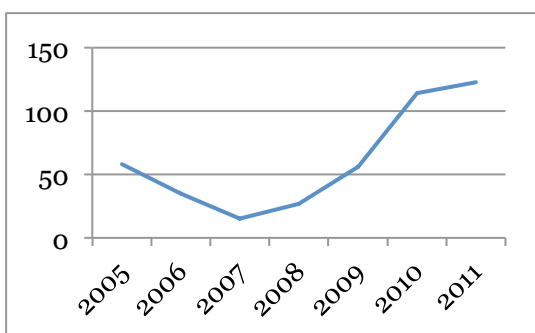
rende tendens, hvorimod den amerikanske økonomi med udgangspunkt i empirien lader til at være i bedring.

Teorien om balance sheet recessioner er ikke blot anvendelig i forbindelse med den seneste finansielle krise, men kan også være en forklaring på, hvad der foregik omkring hændelsen i 1930'erne. Det tyder også i dette tilfælde på, at den private sektor ændrer adfærd og opsparer frem for at optage gæld og forbruge, hvilket har sat gang i den samme negative spiral, som er set i forbindelse med den seneste hændelse. Mange økonomer, som anerkender Friedman og Schwartz' analyse af den store depression, mener, at det er pengepolitikken, som har været medvirkende til at få USA ud af depressionen, hvorimod det i Koos perspektiv i højere grad er Roosevelts finanspolitiske tiltag, New Deal, der har dannet grundlag for økonomiens bedring. Årsagen til dette er netop, at Roosevelt har været nødt til at optage gæld for at få det omfangsrige tiltag gennemført, hvilket ifølge Koo har været medvirkende til at stimulere den fastlåste situation.¹⁵⁹

Som dansker er det umuligt ikke løbende at relatere indholdet af dette speciale med den danske situation. Det er dog i specialet valgt at fokusere på udviklingen i USA og Storbritannien, da det som udgangspunkt har været det mest oplagt. I perspektiveringen er det imidlertid muligt at relatere teorien til Danmark, og det er således interessant at undersøge, hvorvidt der kan drages paralleller mellem Koos teori og den danske situation i forbindelse med den seneste finansielle krise.

Danmark har som mange andre vestlige lande i tiden efter den økonomiske krise haft problemer med at få gang i de økonomiske hjul. Til trods for at landet er kommet ud af recessionen, har det været vanskeligt at opnå betydelig økonomisk vækst.¹⁶⁰ Med afsæt i Koos teori, kan det tyde på, at Danmark befinder sig i en balance sheet recession. Ifølge teorien opstår denne type recession med udgangspunkt i et adfærdsskifte i den private sektor, som medfører, at sektoren ændrer sig fra at være profitmaksimerende til at være gældsminimerende.

Figur 24: Den private sektors opsparing



Kurven afbilder den danske private sektors nettoopsparing, hvor udbetalinger fra kapitalpension er fraregnet, i milliarder danske kroner.

Kilde: De Økonomiske Råd (2012).

¹⁵⁹ Koo (2013): Side 49 og 51.

¹⁶⁰ De Økonomiske Råd (2012): Side 2.

Figur 24 viser udviklingen i den danske private sektors nettoopsparing, og det fremgår, at der i perioden op til den finansielle krise bliver nedsparet, hvorimod der i den efterfølgende periode i høj grad er sket en stigning i opsparingen. Dette stemmer overens med Koos opfattelse, hvilket betyder, at den økonomiske udvikling i Danmark vil fortsætte sin stagnerende tendens indtil der bliver foretaget et aktivt indgreb som modstykke til opsparingsproblemet. Som tidligere nævnt vil et sådant indgreb tage udgangspunkt i, at staten øger sit forbrug med den størrelse, som den private sektor opsparer, da dette vil udligne tilbagegangen i den private sektors forbrug.

I Danmark er der som i de resterende EU-lande fokus på at minimere statsgælden og balancere de offentlige budgetter. I EU-kommissionens øjne er Danmark sågar et forbillede, da regeringen i de seneste år har gennemført en lang række reformer, som har medvirket til at indtægterne og udgifterne i den offentlige sektor har været i balance.¹⁶¹ Hvis det antages, at Danmark befinder sig i en balance sheet recession, og at det hermed er nødvendigt, at det offentlige øger udgifterne for at sætte gang i den økonomiske aktivitet, er det således problematisk, at regeringens fokus i så høj grad ligger på at balancere budgettet og undgå at optage ny gæld. Årsagen til dette er, at problemet ikke bliver afhjulpet, og Danmarks økonomi derfor vil stå i stampe indtil den private sektor har fået afbetalt sin gæld og atter er klar til nye investeringer.

I den offentlige debat lader det til, at politikerne ved, at den private sektor spiller en afgørende rolle, da den står for en stor del af den økonomiske aktivitet og igennem sin opsparing ligger inde med et stort investeringspotentiale. Der bliver i de politiske tiltag således sat fokus på at øge investeringsincitamentet for den private sektor. Dette vil dog ifølge Koo ikke have nogen effekt, da den private sektor ikke har intention om at ændre adfærd før gælden er afbetalt. Det er således uden betydning, at regeringen vælger at sænke selskabsskatten, ligesom det ikke har haft en effekt på de private investeringer, at renten har været rekordlav siden den finansielle krises udbrud.

Det lader således til, at Danmark og Storbritannien i et empirisk perspektiv er havnet i samme situation, hvor den økonomiske udvikling har en stagnerende tendens. En af årsagerne til dette kan tænkes at være, at begge lande er underlagt EU's traktater og således ikke har frihed til at agere efter eget ønske, da fokus i EU ligger på at minimere gælden frem for at øge den økonomiske aktivitet gennem gældsfinansieret ekspansive finanspolitiske tiltag. USA er herimod frie til at sætte deres egen økonomiske dagsorden, hvilket kan være en af årsagerne til at den økonomiske udvikling i USA i modsætning til i Storbritannien og Danmark er på vej i en positiv retning.

¹⁶¹ Børsen (29. maj 2013).

8.0 Konklusion

Den post-keynesianske tilgang kan anvendes til at analysere den store depression og den seneste finansielle krise komparativt. Med udgangspunkt i post-keynesiansk teori om usikkerhed, samt Keynes' kriseteori og Minskys hypotese om finansiell ustabilitet fremkommer der forskelle og ligheder mellem de to hændelser. Den mest betydningsfulde lighed mellem kriserne er aktørernes adfærd både i forbindelse med perioderne frem til kriserne og efter deres udbrud. Det, der karakteriserer adfærden i perioden op til hændelserne er, at aktørerne er optimistiske og har positive forventninger til fremtiden, hvilket kommer til udtryk gennem den generelle økonomiske aktivitet, herunder et øget forbrug, lav ledighed og øget aktivitet i den finansielle sektor. I forbindelse med at hændelserne indtræffer, skifter den optimistiske adfærd og aktørerne mister troen på fremtiden, hvilket viser sig gennem de førnævnte faktorer, som udvikler sig negativt. Denne adfærd lader til at indtræffe, uanset hvordan og i hvilken sektor kriserne opstår. Dette skyldes netop tilstedeværelsen af interdependens mellem den reale og den finansielle sektor, som medfører, at usikkerheden i forbindelse med hændelsen hurtigt breder sig til hele økonomien.

Til trods for at der eksisterer denne betydelige lighed mellem de to kriser, er spørgsmålet dog, om denne ændrede adfærd er et egentligt krisetegn, eller om den blot er den naturlige måde, hvorpå aktørerne og deres forventninger bliver påvirkede i forbindelse med høj- og lavkonjunkturer. Det kan derfor tænkes, at det er mere anvendeligt at have fokus på konjunkturudviklingen og hermed forsøge at undgå overophedning frem for at fokusere på specifikke krisetegn, når sådanne hændelser skal forebygges.

En central forskel der forekommer mellem de to kriser er, at de kontekstuelle forhold langt fra er ens. Begrundelsen for, at de forskellige kontekster skaber problemer i forbindelse med en sammenligning af hændelserne, er, at de samfundsmæssige forhold er forskellige, og at økonomien derfor påvirkes på forskellig vis. Dette betyder, at en del af de krisetegn, der blev set i forbindelse med den store depression ikke kan overføres direkte til finanskrisen. Nogle af krisetegnene kan dog optræde i forbindelse med begge hændelser, men de får ikke nødvendigvis samme betydning i forbindelse med hændelsesforløbet, da kriser er enestående og unikke. Denne problematik er medvirkende til, at det bliver vanskeligt at anvende teorierne til at forudse nye krisers opståen. Med udgangspunkt i Keynes' kriseteori og Minskys hypotese om finansiell ustabilitet er det dog muligt at betragte forholdet mellem den reale og den finansielle sektor, og hvorvidt det tyder på, at der forekommer en ubalance mellem de to. Desuden vil det være muligt at betragte udviklingen i gældsstrukturen for herigennem at undersøge, om der er tegn på, at den finansielle sektor bliver mere ustabil.

Til trods for at det er muligt at anvende de ældre teorier til at analysere elementer af den økonomiske udvikling op til og under kriserne, er det, især i forbindelse med finanskrisen, oplagt at søge svar igennem en nyere tilgang, som er udviklet med afsæt i kontekstuelle forhold, der ligner de forhold, der er gældende på nuværende tidspunkt. Et eksempel på en sådan tilgang er Koos teori om balance sheet recessioner, som er udarbejdet med udgangspunkt i erfaringer fra en situation, som i højere grad ligner tiden omkring den seneste finansielle krise, end den periode, hvor de ældre teorier er udtænkt. En teori, der passer bedre på de kontekstuelle forhold, skaber umiddelbart et bedre grundlag for at udvikle tiltag og andre værktøjer, som kan være medvirkende til

at afhjælpe krisen, samt at danne grundlag for reguleringstiltag, som kan forebygge kommende kriser.

Som det fremgår af analysen har graden af regulering været et yderst omdiskuteret emne blandt økonomer, både i forbindelse med den store depression, men ligeledes i forbindelse med den seneste finansielle krise. Der er mange argumenter for og imod denne regulering, men der hersker ingen tvivl om, at det i post-keynesianernes perspektiv er vigtigt, at der eksisterer autoriteter, som varetager reguleringsarbejdet i et forsøg på at forhindre krisernes opståen eller i det mindste forsøge at mindske alvoren af dem. Denne post-keynesianske opfattelse betyder naturligvis, at der lægges vægt på ophævelsen af Glass-Steagall Act'en som en væsentlig årsag til den seneste krises opståen. Det fremgår således også, at de post-keynesianske økonomer er imod den liberalisering, der er sket i den finansielle sektor og i samfundet generelt, da denne netop kan være medvirkende til at forværre den økonomiske ustabilitet og hermed ligge til grund for, at lignende hændelser vil forekomme i fremtiden.

9.0 Litteraturliste

Litteratur

- Allen, Franklin & Carletti, Elena, 2010: *An Overview of the Crisis: Causes, Consequences, and Solutions*, International Review of Finance. Side 1-26.
- Balin, Bryan J., 2008: *Basel I, Basel II, and Emerging Market: A Nontechnical Analysis*, Johns Hopkins University School of Advanced International Studies.
- Blanchard, Olivier, 2009: *Macroeconomics*, Pearson International Edition.
- Bordo, Michael D.: Gold Standard,
<http://www.econlib.org/library/Enc/GoldStandard.html>. (24. februar 2013)
- Bordo, Michael D., 2005: *The Gold Standard and Related Regimes – Collected Essays*, Cambridge University Press. Kapitel 1.
- Bordo, Michael D., 2012: *The Great Depression and the Great Recession: What Have We Learned?*, Reserve Bank of India, Fourth P. R. Brahmananda Memorial Lecture.
- Brink, Helge, 2001: *Makroøkonomi – introduktion til teori og politik*, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 1. udgave, 1. oplag.
- Broome, Lissa L. & Markham, Jerry W., 2000: *Banking and Insurance: Before and After the Gramm-Leach-Bliley Act*, Journal of Corporation Law. Side 757-758.
- Børsen, 29. maj 2013: *EU-kommissionen roser Thornings mange reformer*.
<http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/258759/eu-kommissionen-roser-thornings-mange-reformer.html> (16. maj 2013)
- Crawford, Corinne, 2011: *The Repeal of the Glass-Steagall Act and the Current Financial Crisis*, Journal of Business & Economics Research, Vol. 9, No. 1. Side 127-134.
- Danmarks Nationalbank, 2006: *Finansiel Stabilitet – 2006*. Side 79-92.
- Danmarks Nationalbank, 2011: *Kvartalsoversigt – 1. Kvartal 2011*, Del 1. Side 141-154.
- Davidson, Paul, 2008: *Is the Current Financial Distress Caused by the Subprime Mortgage Crisis a Minsky Moment? Or is it the Result of Attempting to Securitize Illiquid Non Commercial Mortgage Loans?*, Journal of Post Keynesian Economics.
- Davidson, Paul, 2011: *Post Keynesian Macroeconomic Theory*, Edward Elgar, Second Edition.
- Davidson, Paul, 1978: *Why Money Matters: Lessons From a Half-Century of Monetary Theory*, Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 1, No. 1. Side 46-70.
- De Økonomiske Råd, 2012: *Dansk Økonomi – Forår 2012*. Side 2 og 139.
- Erhvervs- og selskabsstyrelsen, 2006: *Notat om de administrative konsekvenser ved ændring af kapitaldækningsbekendtgørelsen*. Rambøll Management.
- Friedman, Milton & Schwartz, Anna, 1963: *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press. Kapitel 1, 6 og 7.
- Friedman, Milton, 1953: *The Methodology of Positive Economics*, i *Friedmans Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press.
- Friedman, Milton, 1956: *The Quantity Theory of Money – A Restatement*, i *Friedmans Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press.

- Froyen, Richard T., 2009: *Macroeconomics – Theories and Policies*, Kapitel 4 og 6, Pearson Education, 9. Udgave.
- Hobsbawn, Eric, 1995: *Age of Extremes – The Short Twentieth Century 1914-1991*, Abacus. Kapitel 3.
<http://eh.net/encyclopedia/article/parker.depression>. (20. februar 2013)
- Jalling, Nanna & Thomsen, Ida Riber, 2012: *Pengemarkedet*, 8. semesters projekt, AAU.
- Jespersen, Jesper, 2009: *Macroeconomic Methodology – A Post-Keynesian Perspective*, Edward Elgar, Paperback Edition.
- Keynes, John M., 1972: *The Great Slump of 1930*, i *Keynes' Essays in Persuasion*, The Macmillan Press Ltd.
- Keynes, John M., 1973: *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Royal Economic Society, oprindeligt udgivet i 1973. Kapitel 6 og 12.
- Kindleberger, Charles P., 1973: *The World in Depression 1929-1939*, Allen Lane the Penguin Press. Kapitel 2-5.
- Koo, Richard C., 2013: *Post-Keynesian Views of the Crisis and its Remedies*, Routledge. Kapitel 2: *The World in Balance Sheet Recessions*. Side 46-65.
- Lucas Jr., Robert E., 1994: *Review of Milton Friedman and Anna J. Schwartz's 'A Monetary History of the United States, 1867-1960'*, Journal of Monetary Economics, Vol. 34. Side 5-16.
- Meltzer, Allan H., 2009: *Reflections on the Financial Crisis*, Cato Journal, Vol. 29, No. 1. Side 25-30.
- Minsky, Hyman P., 1963: *Comments on Friedman's and Schwartz' Money and the Business Cycles*, The Review of Economics and Statistics, Vol. 45, No. 1, Part 2, Supplement. Side. 64-78.
- Minsky, Hyman P., 1976: *Review of: Did Monetary Forces Cause the Great Depression? by Peter Termin*, Challenge, Vol. 19, No. 4. Side 44-46.
- Minsky, Hyman P., 1982: *Can "It" Happen Again? A Reprise*, Challenge, Vol. 25, No. 3. Side 5-13.
- Minsky, Hyman P., 1986: *Stabalizing an Unstable Economy*, Yale University Press, First Edition. Kapitel 9.
- Minsky, Hyman P., 1992: *The Financial Instability Hypothesis*, Working Paper No. 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Moosa, Imad A., 2010: *Basel II as a Casualty of the Global Financial Crisis*, Journal of Banking Regulation, Vol. 11, No. 2. Side 95-114.
- Newbold, Paul; Carlson, William L. & Thorne, Betty M., 2010: *Statistics for Business and Economics*, Pearson, Seventh Edition, Global Edition. Afsnit 11.4, 12.3 og side 90.
- Nielsen, Klaus, 2008: *Makroøkonomisk Teori i Metodologisk Belysning*, Samfundsøkonomen 2008, nr. 2. Side 43-47.
- Norton, Joseph Jude, 1987: *Up Against "The Wall": Glass-Steagall and the Dilemma of a Deregulated ("Reregulated") Banking Environment*, The Business Lawyer, Vol. 42, No. 2. Side 327-368.

- O'Driscoll Jr., Gerald P., 2009: *Money and the Present Crisis*, Cato Journal, Vol. 29, No. 1. Side 167-186.
- Parker, Randall, 2010: *An Overview of the Great Depression*, <http://eh.net/encyclopedia/article/parker.depression>. (20. februar 2013)
- Romer, Christina D. & Romer, David H., 1989: *Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedland and Schwartz*, NBER Macroeconomics Annual, Vol. 4. Side 121-184.
- Romer, Christina D., 1990: *The Great Crash and the Onset of the Great Depression*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 105, No. 3. Side 597-624.
- Romer, Christina D., 20. december 2003: *The Great Depression*, Encyclopædia Britannica.
- Schwartz, Anna J., 2009: *Origins of the Financial Market Crisis of 2008*, Cato Journal, Vol. 29, No. 1. Side 19-23.
- Sherman, Matthew, 2009: *A Short History of Financial Deregulation in the United States*, Center for Economic and Policy Research.
- Syll, Lars Pålsson, 2008: *Jesper Jespersen disputats*, Nationaløkonomisk tidsskrift 2007, nr. 3. Side 327-356.
- Thomsen, Ida 2012: *Stress-test i et makroøkonomisk perspektiv*, 9. semesters praktikrapport, AAU.
- Whalen, Charles, 2008: *Understanding the Credit Crunch as a Minsky Moment*, Challenge, vol. 51, no. 1. Side 91-109.
- Wooldridge, Jeffrey M., 2009: *Introductory Econometrics – A Modern Approach*, South-Western Cengage Learning, Fourth Edition. Kapitel 3.

Empiriske data

- DataMarket: (8. april 2013)
Ledighed: <http://datamarket.com/data/set/22l2/#!display=table&ds=22l2>
- Chick, Victoria & Pettifor, Ann, 2010: *The Economic Consequences of Mr. Osborne* www.debtonation.org
 - UK's BNP
 - UK's ledighed
 - UK's rente
- Federal Reserve Economic Data of St. Louis: (8. april 2013)
 - Dow Jones: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DJIA/downloaddata?cid=32255%2F>
 - Industriel produktion: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/INDPRO/>
 - Pengemængde: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/M2/downloaddata?cid=29>
- Groningen Growth & Development Centre; Maddison, Angus: (8. april 2013)
BNP: http://www.ggd.net/maddison/Historical_Statistics/horizontal-file_02-2010.xls
- OECD: (15. april 2013)

<http://www.oecd.org/statistics/>

- Bruttonationalprodukt: *GDP in US dollars, constant prices and PPPs.*
- Forbrug: *Real private consumption expenditure, growth.*
- Husprisindeks: *House prices, % change over previous period.*
- Industriel produktion: *Production and sales (MEI).*
- Inflation: *Consumer prices (MEI), consumer prices all items.*
- Ledighed: *Unemployment rate.*
- Lån: *Net lending/net borrowing, US\$, current prices, current PPPs.*
- Prisindeks: *Consumer prices (MEI), consumer prices all items.*
- Rente: *Intermediate interest rate, call money, interbank rate, percent annum.*
- The National Bureau of Economic Research: (8. april 2013)
<http://data.nber.org/databases/macroeconomic/contents/>
 - Dow Jones: *m11009b*
 - Forbrug: *a06073*
 - Handelsvolumen: *m11002*
 - Inflation: *m04051*
 - Pengemarkedsrente: *m13005*

Forside

- <http://o.tqn.com/d/politicalhumor/1/0/e/d/2/Recession-to-Depression.jpg>

10.0 Appendiks

10.1 Statistiske begreber

Multipel lineær regression

I den økonometriske belysning af de to kriser anvendes en multilinear regressionsmodel for at betragte sammenhængen mellem prisniveauet, pengemængden og ledigheden. Den multilineære regressionsmodel tager udgangspunkt i følgende formel:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k + u,$$

hvor y er den afhængige variabel, som forklares med udgangspunkt i de uafhængige variable, x . β_0 er modellens skæring med y-aksen og de resterende β 'er parameterværdierne til de tilhørende variable. Fejlleddet, u , dækker over alle faktorer, der påvirker den afhængige variabel, som ikke er inkluderet i modellen. Fordelen ved en multilinear regression frem for en simpel er, at der kan tilføjes uendeligt mange uafhængige variable, hvilket medvirker til at modellen bliver bedre og mere præcis.¹⁶²

Hypotesetest

Når der udføres en regressionsanalyse på en multilinear regression i et statistikprogram, tester det først modellen ved hjælp af en F-test. I F-testen, testes det, om de forklarende variable som helhed er lig med nul, og H_0 -hypotesen er således som følgende:

$$H_0: \beta_1 = 0, \beta_2 = 0, \beta_k = 0.$$

Alternativhypotesen er, at H_0 -hypotesen ikke er sand.

Med udgangspunkt i testen, fremkommer en F-teststørrelse, som omregnes til en p-værdi. P-værdien der er udtryk for, hvor meget der tros på H_0 -hypotesen eller sandsynligheden for at opnå et resultat, der er mindst lige så kritisk for H_0 -hypotesen, som det observerede resultat. Små p-værdier er således kritiske for H_0 -hypotesen. Hvis p-værdien er tilstrækkelig lille afvises H_0 -hypotesen, hvilket betyder, at modellens forklarende variable har en betydning.¹⁶³

Efterfølgende foretager programmet en t-test, for at teste om de enkelte variable er signifikant forskellige fra nul eller ej. H_0 -hypotesen for en t-test er:

$$H_0: \beta_j = 0.$$

Alternativhypotesen er, at H_0 -hypotesen ikke er sand.

På baggrund af testen fremkommer ligeledes en teststørrelse og en p-værdi for hver enkelt variabel i modellen. Med udgangspunkt i p-værdien for de enkelte variable fremgår det, om H_0 -hypotesen er opfyldt eller ej.¹⁶⁴

¹⁶² Wooldridge (2009): Side 71.

¹⁶³ Wooldridge (2009): Side 143-144.

¹⁶⁴ Wooldridge (2009): Side 120-121.

Forklaringsgrad

Når der foretages en regressionsanalyse fremkommer der endvidere en forklaringsgrad, R^2 , som angiver, hvor stor en del af ændringen i den afhængige variabel, der kan forklares med udgangspunkt i de uafhængige variable. Forklaringsgraden beregnes med følgende formel:

$$R^2 = \frac{SSR}{SST} = 1 - \frac{SSE}{SST},$$

hvor $SST = SSR + SSE$.

SST er Total Sum of Squares, og viser den totale variation i modellen, SSR er Regression Sum of Squares og udtrykker hvor stor en del af modellens variation, der afhænger af selve regressionen og SSE er Error Sum of Squares, der markerer, hvor stor en del af modellens variation, der afhænger af fejleddet. Formlerne for SSR og SSE er angivet nedenfor.¹⁶⁵

$$SSR = \sum_{i=1}^n (\hat{y}_i - \bar{y})^2 = \beta_1^2 \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2.$$

$$SSE = \sum_{i=1}^n (y_i - (\beta_0 + \beta_1 x_i))^2 = \sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y}_i)^2 = \sum_{i=1}^n e_i^2.$$

Forklaringsgraden kan ligeledes være udtrykt som den justerede forklaringsgrad, $\bar{R}^2$, der tager højde for antallet af parametre, K , i modellen.¹⁶⁶

$$\bar{R}^2 = 1 - \frac{SSE/(n-K-1)}{SST/(n-1)}.$$

Signifikansniveau

Signifikansniveauet er et udtryk for, hvor stor en sandsynlighed der er for at afvise H_0 -hypotesen til trods for, at den er sand. Når der arbejdes med økonometri, er det normalt at arbejde med et signifikansniveau på 5 procent, hvilket betyder, at p-værdien skal være mindre end 0,05 for at H_0 -hypotesen kan afvises.¹⁶⁷

¹⁶⁵ Newbold (2010): Side 461-464.

¹⁶⁶ Newbold (2010): Side 523.

¹⁶⁷ Wooldridge (2009): Side 846.

10.2 Økonometrisk belysning

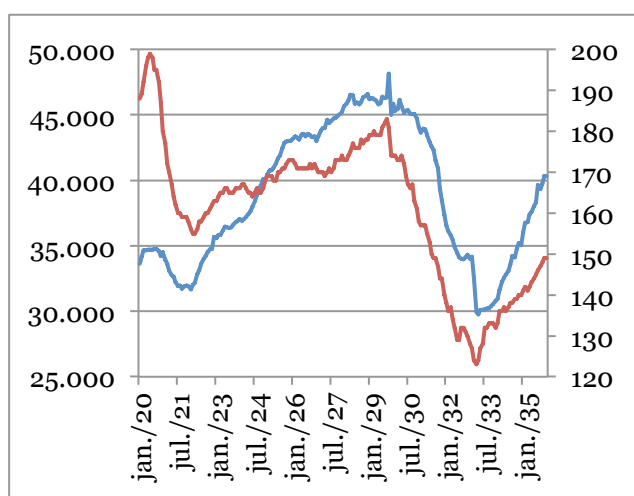
10.2.1 Den store depression

Kvantitetsteorien

For at belyse sammenhængene i kvantitetsteorien tages der udgangspunkt i Fishers kvantitetsteori. Årsagen til, at det er Fishers udgave frem for Friedmans fortolkning, der anvendes, er, at Friedmans kvantitetsteori er langt mere avanceret, og derfor indeholder langt flere variable, hvilket gør det mere kompliceret at udføre en regression herpå. I den klassiske teori, ligger kvantitetsteorien til grund for forståelsen af sammenhængen mellem pengemængden, omløbshastigheden, outputtet og prisniveauet. Den grundlæggende fortolkning af kvantitetsteorien er, at pengemængden påvirker prisniveauet idet, det antages, at både omløbshastigheden og outputtet er konstante.

Med udgangspunkt i de tidligere præsenterede data for pengemængden og prisniveauet, vil det undersøges, hvorvidt der er sammenhæng mellem de to variable i perioden, samt om det er sandt, at det er pengemængden, der påvirker prisniveauet og ikke omvendt. For i første omgang at undersøge, om det lader til, at der er sammenhæng mellem de to variable, er det oplagt at indsætte dem i et diagram for at betragte deres udvikling. Denne udvikling fremgår af figur 25.

Figur 25: Kvantitetsteoretisk sammenhæng



Den blå kurve afbilder udviklingen i den amerikanske pengemængde og den røde kurve viser udviklingen i prisniveauet.

Kilde: NBER og Friedman og Schwartz (1963)

Tabel 6: Korrelogram

	Pengemængde
Prisniveau	0,53134
p-værdi	<0,001

Når afbildningen af de to variable betragtes, lader det til, at deres udvikling følger hinanden, da deres ekstremer synes at indtræffe på de samme tidspunkter. For at understøtte dette udsagn, undersøges det, om der forekommer korrelation mellem de to variable. Resultatet af denne test fremgår af tabel 6, og det ses, at p-værdien er meget lille, og det kan ved et signifikansniveau på 5 procent således ikke afvises, at der er korrelation mellem variablene. Nærmere forklaring af de statistiske begreber fremgår af afsnit 10.1. Endvidere fremkommer der på baggrund af korrelations testen en korrelationskoefficient, som ligeledes fremgår af tabellen. Korrelationskoefficienten

er et udtryk for, i hvor høj grad to variable påvirker hinanden indbyrdes, hvor 1 er et perfekt positiv korrelation, -1 er et udtryk for perfekt negativ korrelation, og 0 viser at der ingen korrelation er.¹⁶⁸ I dette tilfælde er korrelationskoefficienten 0,53134, og det fremgår således at der er positiv korrelation mellem de to variable.

Da der er korrelation mellem de to variable, vil det næste skridt i processen være at undersøge, om den klassiske kvantitetsteoretiske sammenhæng, hvor pengemængden påvirker priseniveauet, holder, eller om det er priseniveauet, der påvirker pengemængden. Der foretages således først en regressionsanalyse med udgangspunkt i den antagne sammenhæng, model 1, hvor priseniveauet er den afhængige variabel og pengemængden, den uafhængige. Efterfølgende foretages der en regressionsanalysen på den omvendte sammenhæng, model 2, hvorefter de estimerede parameter-værdier sammenlignes for at undersøge hvilken parameter, der har den største påvirkning af den uafhængige variabel. Resultaterne af de to tests fremgår af tabel 7 nedenfor.

Tabel 7: Regressionsresultater

Model 1:		
Afhængig variabel: Priseniveau	R²: 0,2823	Justeret R²: 0,2785
Variabel	Parameterestimat	p-værdi
Skæring	91,87775	<0,001
Pengemængde	0,00178	<0,001
Model 2:		
Afhængig variabel: Pengemængde	R²: 0,2823	Justeret R²: 0,2785
Variabel	Parameterestimat	p-værdi
Skæring	13.294	<0,001
Priseniveau	157,72405	<0,001

Det fremgår af den ovenstående tabel, at det justerede R², altså den justerede forklaringsgrad, er 0,2785, hvilket betyder, at 27,85 procent af ændringerne i den afhængige variabel kan forklares med udgangspunkt i den uafhængige variabel. Det er iøjnefaldende, at de to modellers forklaringsgrader er ens, men dette skyldes, at de to parametre, der indgår i beregningen af forklaringsgraden, se afsnit 10.1, henholdsvis SSE og SSR, kan beregnes både med udgangspunkt i den afhængige og den uafhængige variabel. Da de to modeller bygger på to ens variable, er det naturligt at forklaringsgraden er ens. Det fremgår desuden af tabellen, at p-værdien i begge modeller er mindre end 0,001, og begge variable er således signifikante i hver deres model ved et signifikansniveau på 5 procent. Det, der adskiller de to modeller, er de estimerede parameter-værdier, og det er ligeledes disse estimater, der ligger til grund for konklusionen af denne undersøgelse. Det fremgår tydeligt, at parameterestimatet for den uafhængige variabel, i model 1 er betydeligt mindre end estimatet for den forklarende variabel i model 2.

¹⁶⁸ Newbold (2010): Side 90.

Parameterestimatet er et udtryk for, hvor meget den forklarende variabel skal ændre sig, for at den afhængige variabel ændrer sig med 1. Det fremgår således, at den model med det mindste parameterestimat for den uafhængige variabel, er den model, hvor den uafhængige variabel har den største effekt på den afhængige variabel. I dette tilfælde er det model 1, hvor prisniveauet forklares med udgangspunkt i pengemængden, der har det laveste parameterestimat for den forklarende variabel, og det fremgår således, at den klassiske kvantitetsteoretiske sammenhæng ikke kan afvises. Til trods for, at det lader til, at den kvantitetsteoretiske sammenhæng eksisterer, er det vigtigt at være opmærksom på, at pengemængden kun forklarer 27,85 procent af udviklingen i prisniveauet, hvilket må betragtes som en lav forklaringsgrad.¹⁶⁹ For at opnå en større forklaringsgrad kan det være oplagt at inddrage en lag-effekt af prisniveauet i modellen, da det kan tænkes, at der går noget tid, fra pengemængden ændres til prisniveauet påvirkes. Når figur 25 betragtes, lader det dog ikke til, at der forekommer en konsekvent sammenhæng mellem forskellene i ekstremerne i de to kurver, og den laggede effekt kan derfor ikke inddrages i modellen.

Fishers relation

Det, at Fishers relation er opfyldt, er en anden antagelse, som ligger til grund for den klassiske økonomiske skole. Fishers relation tager udgangspunkt i den sammenhæng, der ses i kvantitetsteorien, hvor pengemængden påvirker prisniveauet. Med udgangspunkt i denne antagelse, påpeger Fisher, at realrenten er konstant, netop fordi pengemængden både påvirker den nominelle rente og prisniveauet i lige høj grad, hvilket resulterer i, at den reale rente er uændret.

Det matematiske udtryk for Fishers relation fremgår af det nedenstående, og viser sammenhængen mellem den nominelle rente, i , den reale rente, r , og inflationen, π ;¹⁷⁰

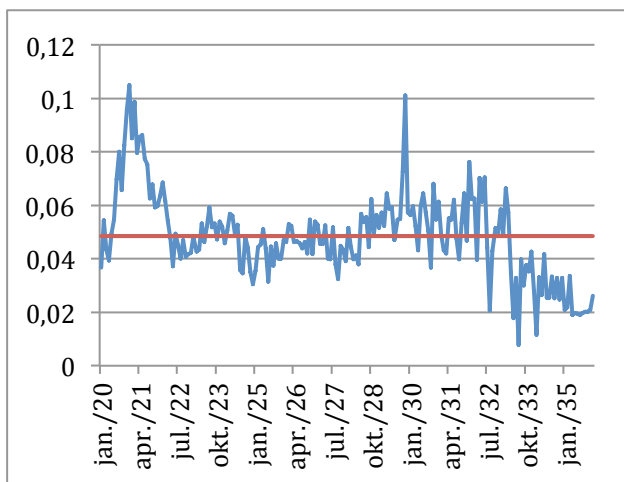
$$i = r + \pi.$$

Spørgsmålet er dog, om denne sammenhæng eksisterer i dataene fra perioden op til og under den store depression. Det er åbenlyst, at realrenten ikke er konstant, hvis der er fluktuationer i dataene, hvilket netop kan ses i figur 26, der afspejler udviklingen i den reale rente omkring middelværdien.

¹⁶⁹ Det, at forklaringsgraden er forholdsvis lav, må skyldes, at der er andre variable, som i højere grad har en betydning for ændringen i prisniveauet. En sådan variabel kan tænkes at være ledigheden, som er en realøkonomisk faktor. Årsagen til dette er, at en lav ledighed kan være medvirkende til at skabe et opadgående pres på lønningerne, som påvirker prisniveauet. Hvis der foretages en regressionsanalyse på årsdata med prisniveauet som den afhængige variabel og ledigheden som den uafhængige, fremgår det (se afsnit 10.2.1.1), at den justerede forklaringsgrad er 80,16 procent og parameterestimatet for ledigheden er -1,92327. Det fremgår således af denne model, at den har en langt højere forklaringsgrad end de to tidligere beregnede modeller. Dette giver anledning til at beregne en model, hvor både pengemængden og ledigheden indgår som forklarende variable for prisniveauet. Beregnes resultaterne af denne regression, er den justerede forklaringsgrad 78,58 procent, hvilket er højere end model 1, men lavere end når ledigheden indgår i modellen alene. Årsagen til dette er, at pengemængden ikke længere er signifikant, hvilket er interessant, da det lader til, at det er den reale faktor, der påvirker prisniveauet frem for den monetære. Det er dog vigtigt, at være opmærksom på, at disse beregninger er foretaget med udgangspunkt i en meget lille stikprøve, hvilket kan give utroværdige resultater. Det skal imidlertid bemærkes, at forklaringsgraden for model 1, som er beregnet med udgangspunkt i månedlige data ikke afviger i ret høj grad fra den, der beregnes ud fra de årlige data (se afsnit 10.2.1.1).

¹⁷⁰ Blanchard (2009): Side 322.

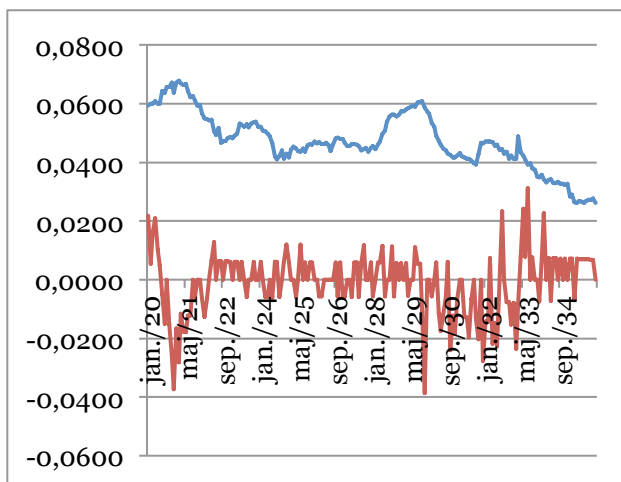
Figur 26: Fishers relation



Den blå kurve afbilder den amerikanske realrente i procent og den røde kurve afspejler middelværdien af dataene.

Kilde: NBER.

Figur 27: Nominel rente og inflationstakt



Den blå kurve afspejler udviklingen i den amerikanske nominelle rente, mens den røde kurve viser inflationstakten i USA i perioden.

Kilde: NBER.

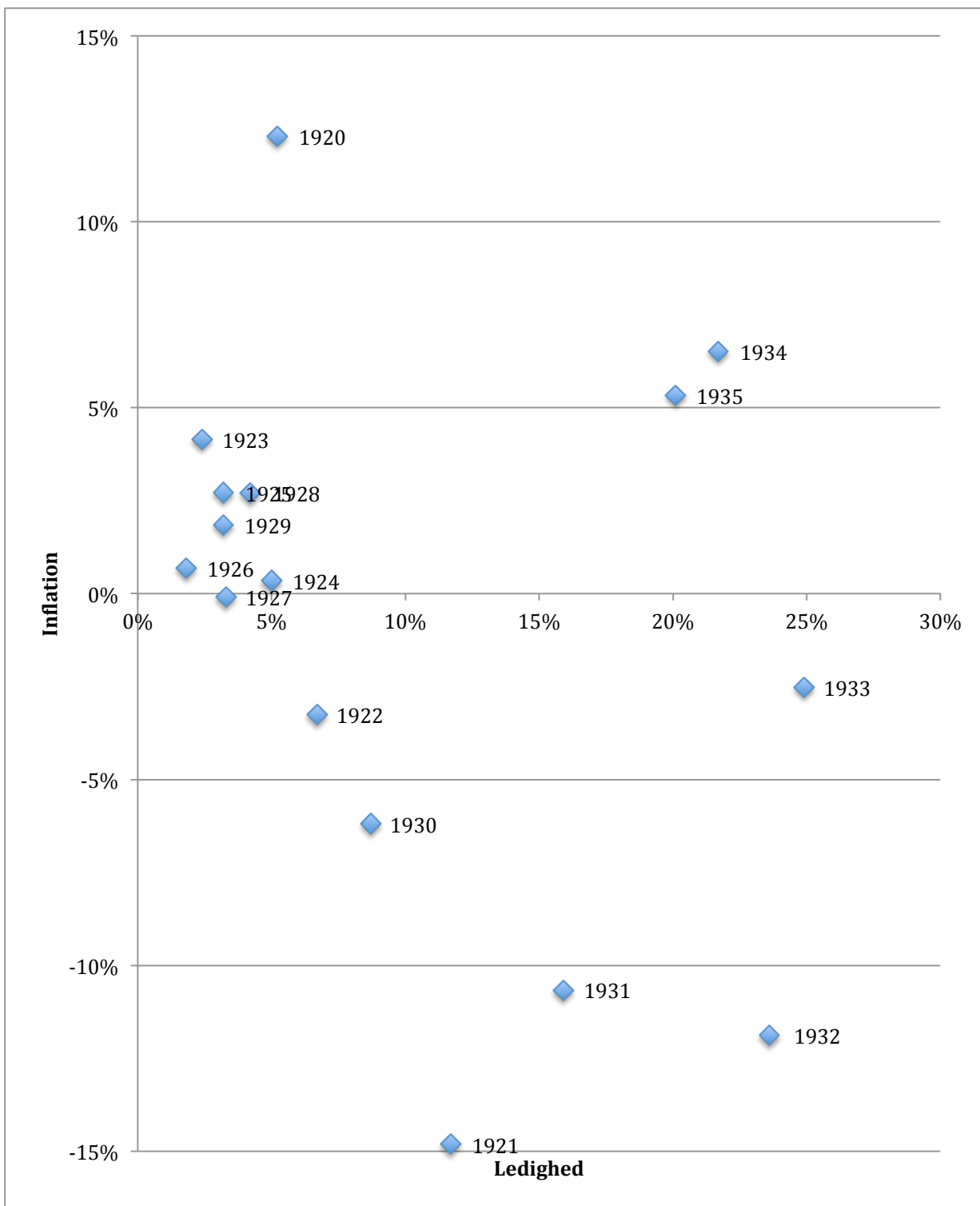
Desuden kan dataenes standardafvigelse betragtes, for at undersøge, hvor stor en spredning der er i dataene. Standardafvigelsen er i dette tilfælde beregnet til 0,0162, og med en middelværdi på 0,0485, udgør afvigelsen omtrent en tredjedel af middelværdien, hvilket kan betragtes som en relativt stor standardafvigelse. Med udgangspunkt i standardafvigelsen kan det understreges, at den reale rente ikke kan antages at være konstant. Denne konklusion tydeliggøres yderligere ved at betragte figur 27, som viser den nominelle rente og inflationsraten, da disse to kurver ikke tilnærmelsesvis følger den samme udvikling.

Philipskurven

Endnu en antagelse, der ligeledes ligger til grund for den klassiske og hermed også den monetaristiske teori, er Philipskurvesammenhængen. I Philipskurven antages det, at der er en invers sammenhæng mellem arbejdsløshedsgraden og prisinflationen. Årsagen til sammenhængen er, at i tilfælde, hvor efterspørgslen stiger, vil ledigheden falde, hvilket genererer et opadgående pres på lønningerne, som således kommer til udtryk i et stigende prisniveau. I et tilfælde, hvor efterspørgslen falder, forekommer den modsatte sammenhæng.¹⁷¹ Sammenhængen mellem inflation og ledighed for perioden op til og under den store depression er afbildet i figur 28. For at Philipskurvesammenhængen er opfyldt, må inflationen være høj, når ledigheden er lav og omvendt.

¹⁷¹ Brink (2001): Side 82.

Figur 28: Philipskurvesammenhæng



Figuren afbilder sammenhængen mellem den amerikanske inflationsrate og den amerikanske ledighedsrate i årlige observationer.

Kilde: Datamarket og NBER.

Hvis diagrammet betragtes, fremgår det, at der er antydninger af en Philipskurvesammenhæng, hvis det antages at de punkter, der ligger udenfor den tenderende sammenhæng er outliers. Hvis klyngen af punkter, der forekommer omkring 5 procent ledighed og 5 procent inflation, betragtes, kan det umiddelbart opfattes som om, at der er en lodret Philipskurvesammenhæng i figuren. Den forventningsløftede Philipskurve er Milton Friedmans modificering af den klassiske model. Tages der udgangspunkt i en Philipskurve, hvor ledigheden er på et naturligt niveau og løn- og prisforventningerne er nul, og der opstår en øget efterspørgsel, som får inflationsforventningerne til at stige til 2 procent, da vil den forventede inflationstakt være grundlag for lønforhandlinger og prisfastsættelse. Denne mekanisme resulterer i, at det ex ante forventede inflationsniveau bliver det niveau, der ses ex post i den efterfølgende periode, Philipskurven forskydes således opad. Så længe, der eksisterer en forventning om, at inflationen i fremtiden vil være stigende, vil økonomien gennemleve denne mekanisme, og Philipskurven vil atter forskydes opad. Den lodrette sammenhæng opstår således.¹⁷²

Når figuren iagttages med større nøjagtighed og årstallene tages i betragtning, ses det dog, at hvis der ses bort fra de perioder, der er præget af recession, henholdsvis 1920 til 1921 og 1933-1935, at den klassiske Philipskurvesammenhæng tydeligt fremgår. Det lader til, at sammenhængen ophører, i perioder med stor usikkerhed og atypisk økonomisk udvikling. I 1920 og 1921, er den amerikanske økonomi, som tidligere nævnt præget af mild recession, til trods for dette er observationerne for disse to år meget ekstreme i forhold til den overordnede tendens i figuren. Dette kan skyldes, at økonomien netop er på vej ud af første verdenskrig, som har været en periode med stor usikkerhed og abnorme økonomiske omstændigheder. Den samme tendens ses i forbindelse med den store depressions værste år, 1933 til 1935. Disse tre observationer skiller sig ligeledes ud, hvilket muligvis kan forklares med udgangspunkt i den usikkerhed, der hersker i perioden.

Med udgangspunkt i figuren, fremgår det således, at den originale Philipskurvesammenhæng ikke kan afvises i perioden mellem 1922 og 1932, og at den forventningsløftede Philipskurvesammenhæng ikke kan antages at være tilstede i perioden.

10.2.1.1 Regressionsresultater

Afhængig variabel: Prisniveau		
Antal observationer: 16		
R ² : 0,8139		
Justeret R ² : 0,8106		
Variabel	Parameterestimat	p-værdi
Skæring	180,40042	<0,001
Ledighed	-1,92327	<0,001

¹⁷² Brink (2001): Side 116-117.

Afhängig variabel: Prisniveau		
Antal observationer: 16		R ² : 0,8143
		Justeret R ² : 0,7858
Variabel	Parameterestimat	p-værdi
Skæring	176,67072	<0,001
Pengemængde	0,00008782	0,8593
Ledighed	-1,89184	<0,001

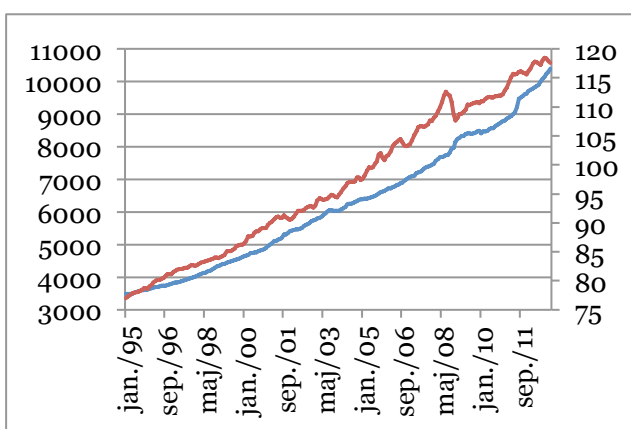
Afhängig variabel: Prisniveau		
Antal observationer: 16		R ² : 0,2770
		Justeret R ² : 0,2253
Variabel	Parameterestimat	p-værdi
Skæring	92,31379	0,0080
Pengemængde	0,00177	0,0362

10.2.2 Den finansielle krise

Kvantitetsteorien

Med udgangspunkt i den tidligere beskrevne sammenhæng mellem pengemængde og prisniveau, vil det undersøges, hvordan sammenhængen forholder sig i denne periode. Denne betragtning tager udgangspunkt i en afbildning af de to variables udvikling og et korrelogram af sammenhængen mellem dem. Efterfølgende vil sammenhængen analyseres på baggrund af en lineær regressionsmodel.

Figur 29: Kvantitetsteoretisk sammenhæng



Den blå kurve afbilder udviklingen i den amerikanske pengemængde og den røde kurve viser udviklingen i prisindekset.

Kilde: OECD.

Tabel 8: Korrelogram

	Pengemængde
Prisniveau	0,98971
p-værdi	<0,001

Figur 29 afbilder udviklingen i pengemængden og prisniveauet, og det fremgår, at det er en tydelig sammenhæng mellem udviklingen i de to variable. Definitionen for pengemængden, M2, har forandret sig siden den store depression, og dækker nu over M1, som er rede penge, som ikke indgår i statskassen, hos Federal Reserve-banker og de resterende banker. Endvidere dækker M1 over rejsechecks, som ikke er bankudstedt, anfordringsindskud og verificerede indskud. Ud over M1, består M2 af indlån, små tidsindskud og balancer i retail money market mutual funds.¹⁷³ Sammenhængen understøttes af korrelationen, som fremgår af korrelogrammet i tabel 8. Som tidligere nævnt er en korrelation med værdien 1, et tegn på perfekt korrelation. Idet korrelationen mellem pengemængden og inflationen er 0,98971, fremgår det, at der er en tydelig, næsten perfekt, korrelation mellem de to variable. Set i forhold til korrelationen mellem disse to variable i forbindelse med den store depression, er korrelationen i perioden med den finansielle krise omtrent dobbelt så stor.

For at undersøge, hvilken af de to variable, der har den største effekt på den anden, opstilles der som tidligere to lineære regressionsmodeller; model 1, hvor den afhængige variabel er prisniveauet og model 2, hvor den afhængige variabel er pengemængden.

Tabel 9: Kvantitetsteoretisk sammenhæng

Model 1:		
Afhængig variabel: Prisniveau	R²: 0,9795	Justeret R²: 0,9794
Variabel	Parameterestimat	p-værdi
Skæring	57,32344	<0,001
Pengemængde	0,00636	<0,001
Model 2:		
Afhængig variabel: Pengemængde	R²: 0,9795	Justeret R²: 0,9794
Variabel	Parameterestimat	p-værdi
Skæring	-8,697,69259	<0,001
Prisniveau	154,95463	<0,001

Tabel 9 afbilder resultatet af de to regressionsmodeller, og det ses, at den justerede forklaringsgrad er på 97,94 procent, og den uafhængige variabel kan således forklare knap 98 procent af ændringen i den afhængige variabel. Denne forklaringsgrad er langt højere end for den kvantitetsteoretiske sammenhæng i forbindelse med den store depression, hvor forklaringsgraden blot var knap 28 procent. Når variablene betragtes individuelt, fremgår det, at p-værdierne for disse, alle er mindre end 0,001. Den afgørende forskel mellem de to modeller, er dog parameterestimerne, der ligesom i forbindelse med dataene for den store depression, adskiller sig ved at det ene er højt og det andet er lavt. Som beskrevet tidligere, er det det mindste parameterestimat, der afspejler

¹⁷³ FRED: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/M2/> og <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/M1/>

den største påvirkning af den afhængige variabel og det kan således ikke afvises, at det er pengemængden, der påvirker prisniveauet.

Til trods for at det fremgår, at pengemængden har en stor effekt på prisniveauet, er det interessant at undersøge, om en realøkonomisk variabel, som ledigheden, ligeledes har en effekt på prisniveauet og om forklaringsgraden bliver højere, hvis der både anvendes en monetær og en realøkonomisk variabel i modellen. Årsagen til, at ledigheden kunne være interessant at betragte, er at den antages at have en invers påvirkning af prisniveauet, da et fald i ledigheden medfører et opadgående pres på lønnen og herigennem prisniveauet. For at undersøge dette, udføres der først en regression på en model, hvor prisniveauet er den afhængige variabel, og ledigheden er den uafhængige variabel, for at undersøge om ledigheden har en signifikant effekt på prisniveauet. Resultatet heraf fremgår af tabel 10, model 3, hvor det ses at den justerede forklaringsgrad er 45,15 procent, og at ledigheden er signifikant ved et signifikansniveau på 5 procent. En justeret forklaringsgrad på godt 45 procent, er hverken en udpræget høj eller lav forklaringsgrad, men sammenlignet med pengemængdens effekt på prisniveauet er forklaringsgraden relativt lav. Det skal i forbindelse med model 3 dog bemærkes, at parameterestimatet for ledigheden er positivt, hvilket ikke stemmer overens med den forventede effekt på prisniveauet. Dette gør naturligvis variablen utroværdig, men det er værd at undersøge om parameterestimatets fortegn ændres, når pengemængden inkluderes i modellen, som det ses i model 4.

Tabel 10: Ledighedens påvirkning af prisniveauet

Model 3:		
Afhængig variabel: Prisniveau	R²: 0,4540	Justeret R²: 0,4515
Variabel	Parameterestimat	p-værdi
Skæring	68,81069	<0,001
Ledighed	4,74648	<0,001
Model 4:		
Afhængig variabel: Prisniveau	R²: 0,9855	Justeret R²: 0,9854
Variabel	Parameterestimat	p-værdi
Skæring	58,73505	<0,001
Pengemængde	0,00690	<0,001
Ledighed	-0,80392	<0,001

Det fremgår af tabel 10, model 4, at fortegnet for ledighedens parameterestimat netop ændres til at afspejle den forventede sammenhæng, når pengemængden inkluderes i modellen. Det fremgår af parameterestimatene, at pengemængden fortsat har den største påvirkning af prisniveauet, idet estimatet for denne variabel tager en mindre værdi. Det ses desuden af tabellen, at begge estimater er signifikante, og at den justerede forklaringsgrad er steget i forhold til i model 1. Dette betyder, at model 4, som består af både en monetær og en realøkonomisk variabel kan antages at

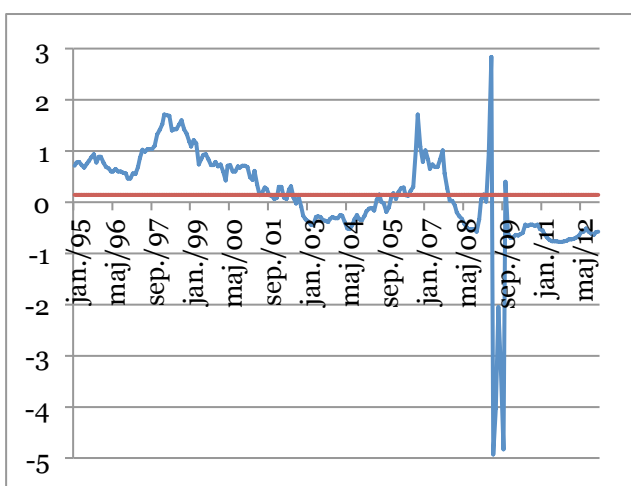
være en bedre model for prisniveauet, netop fordi forklaringsgraden er højere, men også fordi parameterestimerne afspejler den forventede sammenhæng.

Det fremgår således af det ovenstående, at Fishers kvantitetsteoretiske sammenhæng ikke kan afvises i perioden omkring den seneste finansielle krise. Prisniveauet er dog bedre forklaret når den realøkonomiske variabel, ledighed, inddrages i modellen.

Fishers relation

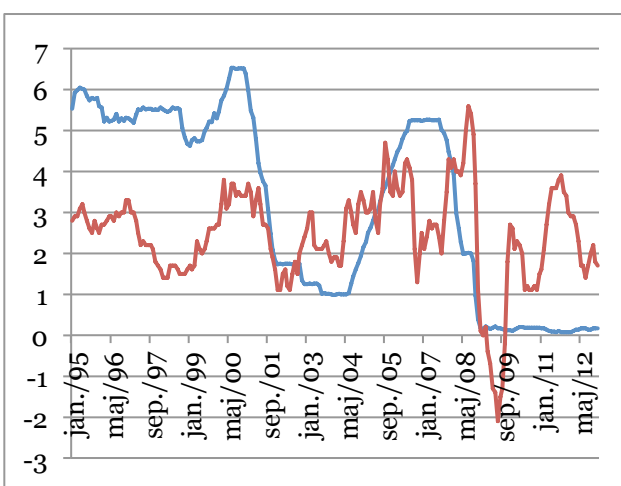
Som tidligere nævnt, påpeger Fishers relation med udgangspunkt i den kvantitetsteoretiske forståelse, at realrenten er konstant. For at undersøge dette, tages der udgangspunkt i samme metode, som blev anvendt i forbindelse med afsnit 10.2.1, hvor antagelsen belyses på baggrund af en afbildning af realrenten med udgangspunkt i middelværdien og beregning af standardafvigelsen.

Figur 30: Fishers relation



Den blå kurve afbilder den amerikanske realrente i procent og den røde indikerer middelværdien af dataene.

Figur 31: Nominel rente og inflationsrate



Den blå kurve afspejler den amerikanske nominelle rente og den røde viser inflationstakten i USA.

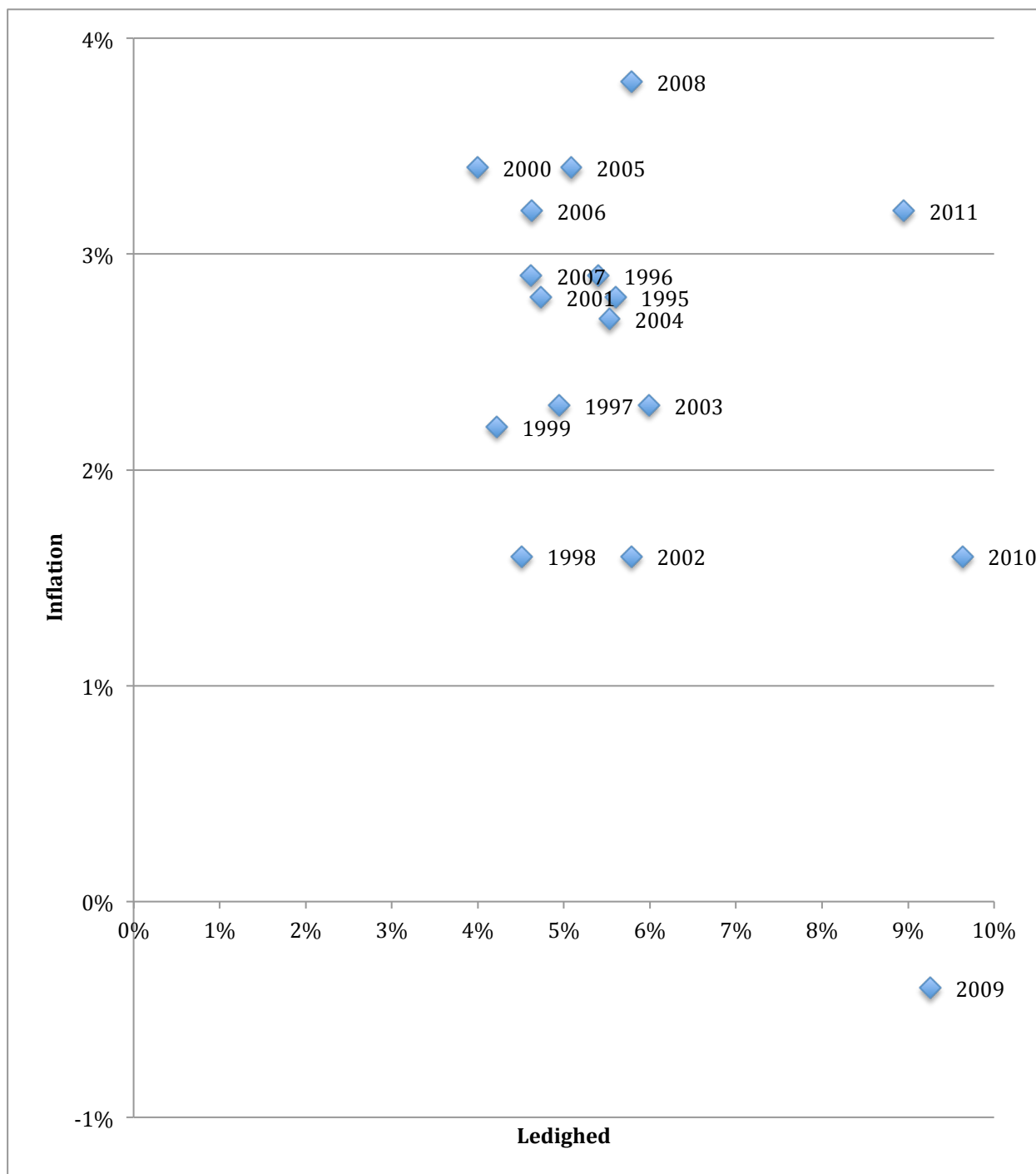
Kilde: OECD.

I figur 30 er udviklingen i realrenten afbildet sammen med middelværdien for denne variabel. Det fremgår af figuren, at realrenten fluktuerer omkring middelværdien, og det kan derfor ikke umiddelbart antages, at den er konstant. Betragtes figur 31, som viser udviklingen i den nominelle rente og inflationsraten, kan det umiddelbart tyde på, at de to variable følger en ens udvikling frem til 2001. Hvis denne betragtning skal være sand, vil det komme til udtryk i, at den reale rente i højere grad vil være konstant, end det viser sig i figuren. Som det ses i figur 31 er udviklingen i de to variable efter 2001 langt fra ens, hvilket afspejles i realrenten, som er yderst volatil i denne periode. Med udgangspunkt i afbildningen i de to figurer kan det afvises, at Fishers relation er opfyldt. Beregningen af standardafvigelsen, som er 0,9268, understreges denne pointe yderligere, da en stor standardafvigelse er et mål for en stor spredning og dermed volatilitet. Fishers relation er således hverken opfyldt for perioden omkring den store depression eller omkring den seneste finansielle krise.

Philipskurven

Som i tilfældet med den store depression, er det her ligeledes interessant at undersøge, om sammenhængen mellem inflation og ledighed i perioden op til og under den seneste finansielle krise gælder. Denne Philipskurvesammenhæng er afbildet i figur 32.

Figur 32: Philipskurvesammenhæng



Kilde: OECD.

Det fremgår af figuren, at den oprindelige Philipskurvesammenhæng ikke er til stede, da en høj inflation ikke nødvendigvis generer en lav ledighed. Betragtes figuren dog med udgangspunkt i den forventningsløftede Philipskurvesammenhæng, lader det til, at denne sammenhæng forekommer i perioden. Det ses af figuren, at inflationstakten bevæger sig op og ned ved et ledighedsniveau på omtrent 5 procent. Det lader til, at inflationsraten stiger i en periode på 3-4 år, hvorefter den atter falder og processen gentager sig. Årsagen til, at inflationstakten falder og stiger som forklaret, kan tænkes at være, at der foretages aktive indgreb, hvis inflationen synes at nå et for højt niveau. I forbindelse med perioden 2009 til 2011, ses ligeledes en lodret Philipskurvesammenhæng, dog ved et markant højere ledighedsniveau, hvilket sandsynligvis skyldes en højere usikkerhed. Der kan dog stilles spørgsmålstegn ved troværdigheden af denne lodrette Philipskurve, da den blot baseres på tre observationer. Som dataene ses i figuren, er det imidlertid den sammenhæng, der fremgår.

10.3 Keynes' 45°-model

45°-modellen tager udgangspunkt i produktion, Q , og indkomst, Y , samt aggregeret efterspørgsel, AD , opsparing, S , og investering, I . Den første faktor, som er nærliggende at beskrive er sammenhængen mellem produktionen og indkomsten. Da økonomien antages at være lukket, ses der i modellen bort fra udlandets påvirkning af indkomsten og den offentlige sektors påvirkning igennem eksempelvis skatter og afgifter.¹⁷⁴ Desuden antages det at modellen er fastprismodel med ren mængdetilpasning, og hvor lagerændringerne er ufrivillige og forekommer som signal til fremtidige produktionsændringer. Denne forsimplede sammenhæng medfører, at indkomsten er lig med værdien af outputtet.¹⁷⁵

$$Y = Q.$$

Virksomhedernes produktionsplaner i en periode tager udgangspunkt i forventningerne til den efterfølgende periodes afsætningsmuligheder. Disse afsætningsmuligheder tager afsæt i den forventede aggregerede efterspørgsel.

Den aggregerede efterspørgsel kommer i den simple model af to komponenter, henholdsvis forbrug, C , og investering.¹⁷⁶ Forbrugernes efterspørgsel efter forbrugsgoder definerer forbruget, mens investeringerne omfatter virksomhedernes efterspørgsel efter investeringsgoder.

$$AD = C + I.$$

Forbruget afhænger af to faktorer, henholdsvis indkomsten og basisforbruget, C_0 . Indkomsten antages at have en positiv effekt på forbruget, da en højere indkomst vil skabe et højere forbrug, hvor forholdet mellem indkomst og forbrug er illustreret gennem den marginale forbrugstilbøjelighed, c . Basisforbruget antages at være det forbrug, et individ har, uanset størrelsen på indkomsten, eksempelvis husholdningsbudget. Størrelsen af denne faktor kan antages at have forskellige værdier, det antages dog her, at den er positiv.¹⁷⁷

¹⁷⁴ Brink (2001): Side 26.

¹⁷⁵ Keynes (1973): Side 63.

¹⁷⁶ Keynes (1973): Side 63.

¹⁷⁷ Brink (2001): Side 27-28.

$$C = C_0 + cY.$$

Når indkomsten og forbruget er defineret, er det muligt at udlede opsparingen, som naturligvis antages at være den del af indkomsten, der er overskydende, når forbruget er fratrukket.¹⁷⁸

$$S = Y - C.$$

Investeringerne afhænger ifølge Keynes af forventningerne til profitten, som tager udgangspunkt i en lang række forventede faktorer. Entreprenørerne skal i forbindelse med investeringsplanerne tage stilling til mange usikre faktorer i forbindelse med beslutningen om, hvorvidt en investering vil være profitabel eller ej. I første omgang skal forventningerne til meromsætningen vurderes og dette gøres gennem forventninger til det fremtidige prisniveau, markedsførhold og afsætningsmuligheder. Disse afsætningsmuligheder tager udgangspunkt i forventningerne til den samlede indkomst i samfundet, da denne netop er medvirkende til at bestemme den aggregerede efterspørgsel. Desuden skal omkostningerne af den nye investering indgå i entreprenørens overvejelser, herunder afskrivninger, vedligeholdelsesomkostninger og andre omkostninger til eksempelvis lønninger samt udgifter til materialer. I tilfælde af at entreprenøren ikke har opsparet tilstrækkelig likviditet til investeringen skal han ligeledes overveje finansieringsmulighederne, herunder renten. Det fremgår, at entreprenørens investeringsovervejelser i høj grad er baserede på en række usikre forventede faktorer, hvis realiserede værdi først kendes, når investeringsprojektet er fuldt gennemført. Dette medfører, at det er vanskeligt at værdifastsætte faktorerne ex ante i modellen og det er således nødvendigt at forenkle investeringsvariablen, så en del af usikkerhedselementet elimineres. Det antages således, at investeringerne har en given størrelse, I_0 .¹⁷⁹

Investeringerne må som opsparingen være den del af indkomsten, som ikke bliver anvendt til forbrug, da den resterende del af indkomsten er til rådighed til udvidelse af kapitalapparatet. Det fremgår således, at opsparingen hermed må være lig med investeringerne, da det antages at den aggregerede opsparing er til rådighed til investeringer.¹⁸⁰

$$S = I_0.$$

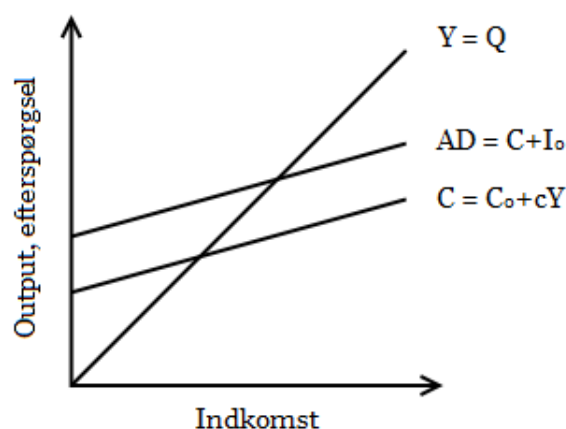
Når alle modellens faktorer er definerede, er det muligt at opstille 45°-modellen i et koordinatsystem. Til trods for at Keynes' metodologi ikke anerkender denne type ligevægtsopstillinger, er det dog, som det fremgår af figur 33, for overblikkets skyld valgt at opstille denne.

¹⁷⁸ Keynes (1973): Side 62.

¹⁷⁹ Brink (2001): Side 29-30.

¹⁸⁰ Keynes (1973): Side 62-63.

Figur 33: 45°-modellen



Kilde: Brink (2001), Side 32

Figuren afbilder forholdet mellem indkomsten på den ene akse og produktionen samt den aggregerede efterspørgsel på den anden. 45°-linjen, som modellen har sit navn efter forekommer, når forholdet mellem indkomst og produktion indtegnes i diagrammet. Den næste linje, der er indtegnet er forbrugsfunktionen, som i dette tilfælde er afbildet med et positivt basisforbrug. Årsagen til, at forbrugsfunktionslinjen har den afbildede hældning, er, at forbrugstilbøjeligheden antages at være mindre end 1. Da den aggregerede efterspørgsel er defineret som forbruget plus investeringerne, er denne kurve afbildet med samme hældning som forbrugsfunktionen, blot forskudt opad med investeringens størrelse. Som det er afbildet i figuren, er der ligevægt mellem produktionen og den aggregerede efterspørgsel. For at denne ligevægt forekommer, må virksomhederne producere den mængde output, der svarer til punktet, hvor 45°-linjen skærer den aggregerede efterspørgselskurve. Det kan være en hård antagelse at denne ligevægt forekommer, men i en kortsigtet og simpel model som denne er det ikke utænkeligt at denne situation forekommer, da virksomhederne har relativt nemt ved at tilpasse produktionen til den aggregerede efterspørgsel. På lang sigt er det langt mere vanskeligt at forudsige den aggregerede efterspørgsel og således at planlægge produktionen efter den, da den langsigtede økonomi i langt højere grad er præget af usikkerhed end den kortsigtede.¹⁸¹

¹⁸¹ Brink (2001): 31-33.