

Kapitel 1

Indledning: Definitioner og teori

I januar 2008 bryder pengeinstituttet bankTrelleborg sammen. Sammenbruddet bliver det første i en række af sammenbrud i danske finansielle virksomheder. Særlig går det ud over de mellemstore banker, blandt andre Roskilde Bank og Amagerbanken. Danmarks største finansielle virksomhed, Danske Bank, har problemer særlig på grund af ekspansion i udlandet, samt fordi banken i de foregående år har været ført en ekspansiv strategi. Fra 2008 iværksættes der en omfattende offentlig intervention, hvor staten blandt andet garanterer for pengeinstitutternes forpligtelser og indskyder kapital i finansielle virksomheder.

Bogen beskriver krisen, der rammer Danmark fra 2008. Krisen varer til omkring 2015. I det følgende taler vi – i overensstemmelse med gængs sprogbrug – om krisen fra 2008 som *finanskrisen*.

Bogen beskriver herudover også andre kriser, som har ramt dansk økonomi siden 2000. I 2001-02 samt senere – under finanskrisen – i 2008 er der kriser i pensionsbranchen. Det er nødvendigt med offentlig intervention for at sikre en videreførelse af de danske pensionselskaber. Senest har dansk økonomi i 2020 og 2021 oplevet en stor krise i forbindelse med spredningen af coronavirus. Danske erhvervsvirksomheder og også finansvirksomheder har i 2020-21 modtaget en omfattende offentlig bistand.

Hvad er en finansiell krise?

Vi skal kort komme ind på, hvad der forstås ved en finansiell krise eller – synonymt hermed – finanskrise. Betegnelsen er ikke veldefineret i litteraturen.

I bogen anvendes finansiell krise eller finanskrise som en betegnelse for *en situation, hvor en betydelig del af de økonomiske aktører enten ikke kan leve op til gældende forpligtelser og/eller forventninger, eller hvor de*

kun kan leve op til gældende forpligtelser og/eller forventninger gennem særlige offentlige tiltag.

Det fremgår af definitionen, at der kun foreligger en finansiel krise, hvis det er en betydelig del af de økonomiske aktører, som enten ikke kan leve op til gældende forpligtelser eller forventninger, eller som kun kan gøre det, hvis de på en eller anden måde får offentlig hjælp. Hvis et mindre pengeinstitut for eksempel skulle bryde sammen, ville vi ikke tale om en finansiel krise, men derimod nok om en krise i det pågældende finansielle institut.

Det følger yderligere af definitionen, at der foreligger en finansiel krise, hvis det er nødvendigt med særlige offentlige tiltag, for at økonomiske aktører kan leve op til forpligtelser eller forventninger. Vi vil ikke hengive os til spekulationer om, hvorvidt de offentlige støtteforanstaltninger er nødvendige. Vi går ud fra, at økonomiske aktører – herunder de politiske beslutningstagere – helst vil undgå offentlig støtte, og at den derfor kun iværksættes, hvis det skønnes, at den er nødvendig.

Det er umiddelbart klart fra definitionen, at krisen fra 2008 er en finanskrise. Mange finansielle virksomheder kan fra 2008 ikke leve op til gældende forpligtelser eller kan kun gøre det med offentlig støtte. Næsten alle finansielle virksomheder modtager offentlig støtte. Tilsvarende gælder det, at pensionselskaber i 2001-02 samt senere i 2008 kun kan leve op til gældende forpligtelser med offentlig støtte. Pensionskrisen i 2001-02 samt senere også i 2008 kan derved også ses som finansielle kriser. Coronakrisen i 2020-21 falder ligeledes ind under bogens definition af en finansiel krise, idet konkurser blandt et bredt udsnit af erhvervsvirksomheder – og derved også tab i finansielle virksomheder – efter alt at dømme kun undgås gennem omfattende offentlig støtte.

I definitionen siger vi ikke noget om karakteren af de offentlige hjælpeforanstaltninger. Offentlig hjælp kan for eksempel tage form af, at regler lempes, således at de bliver lettere at opfylde. Vi anvender *regulatorisk overbærenhed* (regulatory forbearance) som betegnelse for en situation, hvor økonomiske aktører kun kan overholde forpligtelser, hvis forpligtelserne gennem offentlig intervention gøres lettere at opfylde, eller hvis myndighederne ikke længere kræver opfyldelse af forpligtelserne.

Former for finansielle kriser

Gælds- og likviditetskriser i kreditinstitutter

Som omtalt definerer vi finansielle kriser som en situation, hvor en betydelig del af de økonomiske aktører ikke kan leve op til gældende

forpligtelser eller forventninger eller kun kan opfylde dem med offentlig hjælp. Afhængig af hvad det er for forpligtelser eller forventninger økonomiske aktører ikke kan leve op til, kan vi skelne mellem to former for finansielle kriser i institutter, der giver udlån (kreditinstitutter), nemlig for det første situationer hvor låntagere har problemer med at leve op til forpligtelser, der følger af gæld, og for det andet situationer, hvor økonomiske aktører har svært ved at leve op til forpligtelser med hensyn til at stille betalingsmidler til rådighed. I det første tilfælde taler vi om *gældskriser*. I det andet tilfælde taler vi om *likviditetskriser*.

I lovgivningen om finansielle virksomheder stilles der krav om, at kreditinstitutter skal være i besiddelse af en vis mindste egenkapital, de såkaldte solvenskrav. Der stilles også krav om, at kreditinstitutter skal have bestemte former for lånekapital, for eksempel at en vis andel af gæld i bestemte situationer kan konverteres til egenkapital. Vi vil betegne det som en gældskrise, hvis finansielle virksomheder ikke kan leve op til disse kapitalkrav. Årsagen er, at krav til finansielle virksomheders kapital opstilles for at sikre, at finansielle virksomheder kan leve op til gældsforpligtelser. Gennem kapitalkrav undgås således problemer omkring finansielle virksomheders manglende opfyldelse af forpligtelser i forbindelse med indskud og andre former for gæld, som den finansielle virksomhed har optaget.

Vi vender os mod likviditetskriser i finansielle virksomheder. Det er kendetegnende for banker og andre pengeinstitutter (i Danmark sparekasser og andelskasser), at de finansierer sig kort og giver udlån med en længere løbetid. I forbindelse med den kortfristede finansiering lover pengeinstituttet, at det inden for en kortere tidsfrist – eventuelt umiddelbart på anfordring – vil stille betalingsmidler til rådighed for kreditorer, f.eks. indskydere. Det har i mange situationer vist sig, at pengeinstitutter ikke kan leve op til denne forpligtelse, for eksempel fordi indskydere uventet trækker midler ud af pengeinstituttet. Der har også været situationer, hvor pengeinstitutter ikke kan forny en kortfristet finansiering på de ventede vilkår, for eksempel fordi investorer ændrer deres præferencer og ønsker en anden – mere sikker – placering. Der tales i dette sidste tilfælde om ”flight to quality”. Endelig kan der være situationer, hvor pengeinstitutter ikke kan leve op til forpligtelser om at stille betalingsmidler til rådighed i en bestemt form, for eksempel i form af en bestemt valuta.

Vi taler om likviditetskriser i alle disse tilfælde, hvor finansielle virksomheder ikke kan leve op til forpligtelser om at stille betalingsmidler til rådighed for kunder, og hvor kunderne derfor eventuelt kan komme til at stå i en situation, hvor de mangler midler til at gennemføre betalinger.

Likviditetskriser på værdipapirmarkeder

Likviditetskriser kan optræde ikke alene i pengeinstitutter, men også på værdipapirmarkeder. Der kan blandt investorer være en forventning om, at værdipapirer er likvide, dvs. at papirerne kan sælges forholdsvis hurtigt og med et lille værditab. Eventuelt er der opstillet regler og opbygget institutioner, som skal sikre værdipapirers likviditet. Der kan for eksempel være regler om gennemsigtighed, ligesom det understøtter værdipapirers likviditet, hvis aktører fungerer som ”market makers”, dvs. at de stiller kurser for køb og salg af det pågældende papir. Der kan optræde situationer, hvor det pludselig bliver vanskeligt for investorer at sælge deres papirer hurtigt og uden at lide et stort værditab. Der tales om, at likviditeten forsvinder fra markedet.

Gældskrises i ikke-finansielle virksomheder eller i husholdninger

I definitionen af en finansiel krise taler vi om, at en betydelig del af økonomiske aktører ikke kan leve op til økonomiske forpligtelser. Det følger af denne definition, at en finansiel krise ikke nødvendigvis forudsætter problemer i finansielle virksomheder. Der ville også foreligge en finansiel krise, hvis for eksempel en betydelig gruppe af ikke-finansielle virksomheder og/eller husholdninger ikke kan leve op til forpligtelser om at betale på bestemte tidspunkter. Det ville for eksempel være tilfældet, hvis virksomheder i en betydelig branche har så store vanskeligheder, at de må have henstand med lån eller tvinges til en situation med standsning af betalinger. I lovgivningen findes bestemte regler – konkursbehandling, likvidation eller lignende – der fastsætter, hvilke procedurer der skal følges, hvis låntagere ikke kan leve op til deres betalingsforpligtelser.

Ofte vil der være sammenfald mellem på den ene side gældskrises i finansielle virksomheder og på den anden side gældskrises blandt erhvervsvirksomheder og/eller husholdninger. Hvis for eksempel erhvervsvirksomheder ikke kan betale deres gæld, vil långiverne (alt-overvejende finansielle virksomheder) også komme i problemer med deres forpligtelser.

Kriser i forsikrings- og pensionsselskaber

I det foregående har vi diskuteret gældskrises og likviditetskrises i finansielle virksomheder. Gældskrises omhandler gældsforpligtelser og vedrører derfor de finansielle virksomheder, som giver lån, dvs. i

første række penge- og realkreditinstitutter. Likviditetskriser vedrører et finansielt instituts forpligtelse med hensyn til at stille betalingsmidler til rådighed. Det er kun pengeinstitutterne, der giver sådanne tilsagn om betalingsmidler, og likviditetskriser kan derfor kun finde sted i pengeinstitutter.

Der er en tredje mulighed for krise i finansielle virksomheder, nemlig en situation, hvor pensionselskaber eller skadesforsikringsselskaber ikke kan leve op til gældende forpligtelser og/eller almindelig udbredte forventninger. Skadesforsikringsselskaber indgår for eksempel aftaler om, at de i tilfælde af skader skal betale bestemte erstatninger. Hvis en betydelig andel af selskaberne ikke kan opfylde sådanne forpligtelser, kan der opstå en krise blandt skadesforsikringsselskaberne. Vi kan også tale om en finansiell krise, hvis en betydelig andel af pensionselskaber ikke kan leve op til forpligtelser eller forventninger om betaling af pensioner, der har en vis størrelse. Som omtalt kommer de danske pensionselskaber i krise i 2001-02 og igen under finanskrisen i 2008.

Forklaringer på finansielle kriser

Forklaringer på gældskriser

I den akademiske litteratur samt også i den offentlige diskussion har der været fremført tre grundlæggende synspunkter vedrørende årsagen bag gældskriser.

For det første har gældskriser været forklaret ved ledessvigt. Tab ses som konsekvensen af ledere, der er inkompetente. Ledere kan for eksempel låne til projekter, som ikke er rentable. Ledere kan også tage positioner på værdipapir- eller forsikringsmarkeder, der resulterer i tab. Ledere kan yderligere påføre finansielle virksomheder tab på grund af svig.

Tidligere ville inkompetence i ledelsen af finansielle virksomheder normalt ikke være i stand til at skabe en landsdækkende finanskris, da de enkelte finansielle virksomheder var forholdsvis små, og det måtte anses for usandsynligt, at et stort antal ledere svigtede på én gang. Med koncentrationen i den finansielle sektor er sandsynligheden for finanskriser fremkaldt af ledessvigt blevet større. Vi vender tilbage til spørgsmålet i kapitel 11.

Et andet syn på gældskriser er, at kriser skyldes ikke-forventede skift i den økonomiske struktur, i den økonomiske litteratur omtalt som makroøkonomiske chok. Det følger af dette syn på finansielle kriser, at finansielle kriser grundlæggende skyldes ændringer i makroøkonomien.

Det erkendes imidlertid, at virkningerne af de makroøkonomiske chok kan forstærkes af andre faktorer. For eksempel kan risikoen for sammenbrud i de enkelte finansielle virksomheder skyldes udsving i evnerne hos ledelserne, dvs. makroøkonomiske chok rammer særlig de virksomheder, hvor ledelser er dårlige for eksempel med hensyn til at vurdere risikoen for fremtidige negative begivenheder. Et andet synspunkt har været, at det er økonomier med svage institutioner, der rammes særlig hårdt af makroøkonomiske chok, og som derfor er i størst risiko for at opleve finansielle kriser. Udviklingsøkonomier har for eksempel større risiko for at opleve finansielle kriser end de avancerede økonomier. Forkerte incitamenter kan også forstærke chok, for eksempel kan bonusafflønning medføre, at ledere får en tilskyndelse til at tage for stor risiko.

Det følger af tankegangen om finansielle kriser som skabt af makroøkonomiske chok, at finansielle kriser optræder forholdsvist sjældent, nemlig kun hvis der er store uventede skift i den økonomiske struktur. Eventuelt kan der også være store uventede skift i den økonomiske politik.

Et tredje syn på gældskriser er, at de skyldes dynamiske processer, som er indbygget i den økonomiske struktur. Det følger af dette synspunkt, at kriser kan optræde regelmæssigt.

I den økonomiske litteratur har der været fremlagt en række teorier for dynamiske processer, der kan medføre finansielle kriser. En nærmere beskrivelse findes i bogen ”Finansielle kriser” fra 2008.¹ En udbredt forklaring er, at der i visse situationer kan udvikle sig optimistiske forventninger uden grundlag i virkeligheden. Der tales ofte om eufori. I forbindelse med euforien kan der opstå aktivbobler, dvs. en prisfastsættelse på aktiver, hvor de aktuelle priser er baseret på en forventning om fremtidige prisstigninger.

Tankegangen om psykologi som årsag til finanskriser har en lang historie. Da den britiske forfatter Charles Mackay i 1852 skrev bogen ”The Madness of Crowds”, hentede han tre af sine fem eksempler fra den finansielle historie.² Den amerikanske økonom Hyman P. Minsky har i en række bøger yderligere udviklet tankegangen.³ Synspunktet om psykologi som årsag til kriser findes også hos John Maynard Keynes i

1. Finn Østrup (2008).

2. Charles Mackay (1852). Bogens tre finansielle episoder er tulipanboblen i Holland, Sydhavs-boblen i Storbritannien og John Laws aktiviteter i Frankrig. Episoderne er omtalt i Finn Østrup (2008a).

3. Tankegangen er udviklet blandt andet i Hyman P. Minsky (1992).

bogen "The General Theory of Employment, Interest and Money" fra 1936 samt hos den amerikanske økonomiske historiker Charles P. Kindleberger, der i en bog fra 1978 (med senere reviderede udgaver) giver en historisk fremstilling af finansielle kriser.⁴ I nyere tid er tankegangen om psykologi som en vigtig drivkraft bag kriser blevet hævdet særlig af de amerikanske økonomer Robert J. Shiller og Joseph E. Stiglitz.⁵ I en ofte citeret bog skrevet af Carmen Reinhart og Kenneth S. Rogoff beskrives det, at der gennem 800 år med regelmæssige mellemrum har været finansielle kriser.⁶

Den fortsat dominerende tilgang til økonomisk teori er baseret på en antagelse om, at økonomiske aktører danner forventninger rationelt, dvs. at økonomiske aktører i gennemsnit er i stand til korrekt at forudse fremtidige økonomiske hændelser. Det er klart, at synspunktet om finansielle kriser som forårsaget af dynamiske processer indbygget i den økonomiske struktur ikke kan forenes med rationelle forventninger. Eufori hører for eksempel ikke hjemme i rationel økonomisk tankegang. Derimod er de to andre tilgange til finansielle kriser – nemlig at finansielle kriser skyldes ledelsessvigt eller makroøkonomiske chok – forenelige med en rationel forventningsdannelse.

I den nyere litteratur har der – udover psykologiske processer – været givet en yderligere forklaring på processer, som kan føre til gældskriser.⁷ I stedet for psykologiske mekanismer er der taget udgangspunkt i sociale mekanismer. Det har været argumenteret, at kriser kan opstå på grund af økonomisk ulighed. Tankegangen er, at sociale grupper i tilfælde af tilbagegang i forhold til andre sociale grupper vil søge at skjule tilbagegangen ved at opretholde det samme forbrug i forhold til andre som tidligere. Midlet til at opretholde et sådant forbrug er gældsætning. I længden opstår der imidlertid problemer med at leve op til gældsforpligtelserne, og der kommer en finansiel krise. Som et eksempel på mekanismen peger flere økonomer på USA i 1920'erne, hvor middelklassen i stigende grad gældsætter sig, hvilket fører til finanskrisen i 1930'erne. Tankegangen har også været anvendt på den seneste finanskrise, hvor det er gået tilbage for den amerikanske middelklasse.

-
4. John Maynard Keynes (1936) samt Charles P. Kindleberger (1978). Tankegangen findes også i ældre dansk litteratur, jf. beskrivelsen hos Finn Østrup (2022).
 5. Se for eksempel Robert J. Shiller (2000); George Akerlof og Robert J. Shiller (2009); samt Joseph E. Stiglitz (2010).
 6. Carmen M. Reinhart og Kenneth S. Rogoff (2009).
 7. Se blandt andre Raghuram Rajan (2010).

Forklaringer på likviditetskriser

Den økonomiske diskussion har særlig fokuseret på gældskriser. Med hensyn til årsagerne bag likviditetskriser har der været anlagt to synsvinkler.

Et synspunkt er, at likviditetskriser kan startes af tilfældige begivenheder, der får en mindre del af indskyderne til at trække deres indskud ud.⁸ Indskyderne ved, at pengeinstitutter overvejende har anbragt i lange aktiver – særlig udlån – og at de derfor ikke kan leve op til forpligtelsen om uden (eller med kort) varsel at udbetale indskud, hvis et tilstrækkeligt stort antal indskydere foretager udtræk. Indskyderne ved også, at et pengeinstitut må likvideres med tab, hvis et tilstrækkeligt antal indskydere trækker sig ud. For at sikre sig mod tab indleder de andre indskydere et kapløb om at trække sig ud. Det gælder om at ”komme først”. Tankegangen kan formentlig også overføres til sammenbrud af likviditet på værdipapirmarkeder. Hvis likviditeten forsvinder fra et marked, gælder det om at trække sig ud.

Et andet syn på likviditetskriser er, at de skyldes psykologiske processer. Investorerne på de finansielle markeder kan for eksempel gribes af en irrationelt betinget frygt, der får dem til at søge mod sikre placeringer. Tankegangen om likviditetskriser som skabt af psykologiske processer findes i meget af den tidlige litteratur, blandt andre hos den britiske journalist og forretningsmand Walter Bagehot, der i bogen ”Lombard Street” fra 1873 beskriver likviditetskriser.⁹ Også den tidligere amerikanske centralbankchef Alan Greenspan har fremført det synspunkt, at investorer på de finansielle markeder kan gribes af en irrationelt betinget frygt.¹⁰

Det fremhæves i bogen ”Lombard Street”, at likviditetskriser kan have en selvforstærkende effekt, idet virksomheder ved optræk til mangel på likviditet vil søge at hamstre likviditet, således at de ikke havner i en situation med mangel på likvide midler. En selvforstærkende effekt kan også tænkes at gøre sig gældende ved likviditetskriser på værdipapirmarkeder. Hvis investorer får en forventning om, at det er svært at sælge papirer på et marked, vil de trække sig ud af markedet.

8. Tankegangen findes f.eks. i Douglas W. Diamond og Philip H. Dybvig (1983).

9. Walter Bagehot (1873).

10. For en nærmere beskrivelse se Finn Østrup (2008a).

Økonomiske omkostninger ved finansielle kriser

Der har været en omfattende litteratur om omkostningerne ved finansielle kriser.¹¹ Litteraturen har fokuseret særlig på gældskriser. Det har været diskuteret, at gældskriser kan indebære omkostninger særlig på to områder, nemlig (i) i form af en lavere økonomisk vækst i en periode, efter at krisen er sat ind, samt (ii) en omkostning i form af fejlallokering af ressourcer. Der har herudover været peget også på flere andre kilder til omkostninger.

Lavere økonomisk vækst

Det er en konklusion fra litteraturen, at finanskriser i form af gældskriser kan påvirke den økonomiske vækst. Tre årsager til lavere økonomisk vækst har været diskuteret.

For det første kan information gå tabt, hvis finansielle virksomheder som en konsekvens af kriser ophører med deres virksomhed. Det er synspunktet, at der i finansielle virksomheder opbygges information om låntagere, hvilket mindsker usikkerheden omkring udlån. Den mindre usikkerhed omkring lån medfører, at låntagere kan låne til en lavere rente. Konsekvensen er, at låntagere får sværere ved at optage lån og må finansiere sig til en højere rente, hvis finansielle virksomheder standser deres virksomhed, og låntagere derfor må finde andre finansieringskilder.

For det andet kan tab i finansielle virksomheder medføre tilbageholdenhed med udlån i en periode, indtil de finansielle virksomheder har genopbygget deres egenkapital. Tilbageholdenheden med udlån kan gøre det sværere for erhvervsvirksomheder at rejse finansiering til investeringsprojekter, og der kan herved blive en nedgang i erhvervsvirksomhedernes investeringer. Husholdninger kan af samme grund også få sværere ved at låne til forbrug. Det vil blive beskrevet i kapitel 5, at ønsket om at undgå en situation med udlånstilbageholdenhed ("kreditklemme") under finanskrisen ses som en hovedbegrundelse for myndighedernes intervention i form af Bankpakke 1 og Bankpakke 2.

Endelig for det tredje kan der på grund af tabene under en gældskrise blive en nedgang i værdien af finansielle aktiver, hvilket igen vil medføre en reduktion af egenkapitalen hos erhvervsvirksomheder og af nettoformuen hos husholdninger. Reduktionen i egenkapital og i nettoformue må ventes at føre til en periode med lavere efterspørgsel og dermed økonomisk vækst. En nedgang i egenkapitalen hos erhvervsvirksomheder

11. En mere udførlig diskussion findes hos Finn Østrup (2008a, 2009c).

vil for eksempel medføre, at erhvervsvirksomheder bliver mere tilbageholdende med at tage risici og dermed også med at foretage investeringer. En reduktion af husholdningernes nettoformue kan tilsvarende medføre en nedskæring af forbrug, således at husholdningerne igen kan opbygge en ønsket opsparing.

Fejlallokering af ressourcer

Finanskriser i form af gældskriser kan have negative økonomiske konsekvenser ikke alene i form af en periode med lavere økonomisk vækst. En anden omkostning i forbindelse med finanskriser opstår på grund af fejlallokering af ressourcer. Fejlallokeringen kan finde sted på flere områder.

En form for fejlallokering opstår, fordi ressourcer forud for en finanskrise anvendes til projekter, der efterfølgende viser sig at mangle rentabilitet og derved ikke leverer privat og samfundsmæssig nytte. Ressourcerne kunne alternativt have været anvendt til mere rentable – og nyttige – formål.

En anden form for fejlallokering opstår, fordi personer under opløbet til finanskriser kommer i besiddelse af aktiver, som det senere viser sig, at de ikke har råd til, og som de derfor ikke burde være kommet i besiddelse af. Som et eksempel kan nævnes de danske landbrugskriseser, hvor priser på godser og gårde bydes i vejret af personer, der efterfølgende viser sig ikke at have råd til at beholde godserne og gårdene. Eventuelt kan det dreje sig om personer, der mangler realitetssans, og som må antages også at drive deres landbrug mindre rentabelt. Under 2008-finanskrisen kommer boligkøbere i besiddelse af boliger ved at byde priser i vejret, eventuelt fordi de er mere optimistiske eller er mere tilbøjelige til at tage en risiko end andre potentielle boligkøbere. Det er spørgsmålet, om de pågældende boliger ville have givet større nytte, hvis de var blevet købt af andre boligkøbere.

I forbindelse med fejlallokeringen af ressourcer er der omkostninger i forbindelse med de processer, der skal rette op på fejlallokeringen. Der kan for eksempel være omkostninger i forbindelse med tvangsauktioner og konkurser.

Andre kilder til økonomiske omkostninger i forbindelse med gældskriseser

Det blev diskuteret ovenfor, hvordan gældskriseser påvirker realøkonomien dels på grund af udlånstilbageholdenhed og dels gennem fejlallokering af ressourcer. Finansielle kriser kan have realøkonomiske konsekvenser også af andre grunde.

Finanskriser kan indebære store udsving i aktivpriser, herunder også i boligpriser. Udsvingene i aktivpriser vanskeliggør økonomisk planlægning. Konsekvensen kan være økonomiske fejlpositioner. Personer kan for eksempel trække sig tidligt tilbage fra arbejdsmarkedet i den tro, at vedkommende har en stor formue, mens det modsatte efterfølgende viser sig at være tilfældet. Udsvingene i aktivpriser gør det også svært at tilrettelægge opsparing. I perioder med høje aktivpriser kan opsparingen for eksempel være for lav, idet individer har en forventning om høje aktivpriser også i fremtiden.

Udsving i boligpriser kan yderligere reducere arbejdsmobiliteten. Studier inden for økonomisk psykologi viser, at individer har svært ved at realisere tab. Der kan derfor være en tendens til, at sælgere i perioder med prisfald sætter prisen på udbudte boliger for højt. Resultatet er, at de under perioder med prisfald har problemer med at sælge deres boliger. Der bliver herved en uhensigtsmæssig anvendelse af boligmassen, og arbejdsmobiliteten går ned.¹² Under finanskrisen i 1988-94 stod mange boligejere med ”sorte huse”, dvs. boliger, der kun kunne sælges ved at lægge en betaling. Hvis boligejere ikke kunne rejse finansielle midler, var de i praksis bundet til at blive boende.

Sammenbrud i finansielle virksomheder kan medføre, at vigtige funktioner ikke længere varetages. For eksempel kan finansielle virksomheder spille en vigtig rolle som formidlere af betalinger. Finansielle virksomheder kan også spille en vigtig rolle gennem handelen med værdipapirer.

Finanskriser kan også have positive konsekvenser. I perioder op til finanskriser kan der være større mulighed for at iværksætte innovative projekter. Der kan også være en højere økonomisk vækst. Finanskriser har også givet stødet til omkostningsreduktioner i finansielle virksomheder. Det lavere omkostningsniveau indebærer en bedre ressourceudnyttelse og øger herved effektiviteten i økonomien.

Håndteringen af finansielle kriser

Håndteringen af gældskriser

Som diskuteret ovenfor skyldes gældskriser tab, som gør låntagere ude af stand til at klare deres gældsforpligtelser.¹³ Tabene kan for eksempel

12. Et udenlandsk studie er gennemført af Vincent Stark (2010). Se også Fernando Ferreira, Joseph Gyourko og Joseph Tracy (2010).

13. Det kunne også tænkes, at en finansiell virksomhed drives så ineffektivt, at der på grund af driftsmæssige underskud sker en reduktion af egenkapitalen, og virksomheden af

medføre, at kapitaldækningen i finansielle virksomheder synker under lovgivningens krav om solvens. To løsningsmodeller står åbne for myndighederne.

En løsningsmodel er at følge de procedurer, som findes i lovgivningen vedrørende en manglende opfyldelse af gældsforpligtelser. For finansielle virksomheder er der normalt (også i den danske lovgivning) særlige procedurer, som følges, hvis solvenskrav ikke opfyldes, for eksempel at virksomheden undergives særlig administration eller ophører med virksomhed som pengeinstitut.

En anden mulighed er gennem forskellige former for offentlig intervention at hindre, at disse procedurer kommer til anvendelse. Der kan tænkes flere former for offentlige indgreb.

En mulighed er at gennemføre indgreb, der retter sig mod låntagerne. Der kan gives offentlig støtte, som sætter låntagerne i stand til at opfylde deres gældsforpligtelser. For eksempel kan der vedtages hjælpepakker til støtte for bestemte grupper af låntagere eller erhverv. Den offentlige hjælp kan have form både af subsidier og af lån. En anden form for offentligt indgreb er at ændre pengepolitikken i ekspansiv retning, således at der bliver en lavere rente. Låntagerne får herved lettere ved at opfylde deres gældsforpligtelser. En tredje form for offentligt indgreb er at ændre procedurerne ved ikke-opfyldelse af gældsforpligtelser. Gæld kan for eksempel nedskrives, eller der kan gennemføres moratorier (udsættelse af gældsbetalinger). I det sidste tilfælde er der tale om regulatorisk overbærenhed. Regler ændres, så de kan opfyldes.

En anden mulighed er at gennemføre offentlige indgreb, der retter sig mod de finansielle virksomheder. Målet er at sætte de finansielle virksomheder i stand til helt eller delvist at videreføre deres aktiviteter. Flere former for offentlige indgreb kan tænkes gennemført. En form for indgreb er at give den finansielle virksomhed mulighed for at opfylde solvenskravet gennem tilførsel af kapital. Kapitalen kan komme fra de offentlige kasser og/eller fra centralbanken. Myndighederne kan også organisere, at andre virksomheder – f.eks. andre finansielle virksomheder – indskyder kapital. En anden form for indgreb er at sørge for, at den nødlidende virksomhed fusionerer med en anden – mere kapitalstærk – finansiell virksomhed. Som en tredje form for offentligt indgreb kan regler lempes, således at de finansielle virksomheder lettere kan opfylde dem, eller myndighederne kan i en periode undlade at

denne grund falder under solvensgrænsen. Det er dog en undtagelse. Forfatteren kender ikke eksempler på, at det er forekommet.

håndhæve lovbestemmelser. Der kan altså praktiseres en politik med regulatorisk overbærenhed. For eksempel kan myndighederne give de finansielle virksomheder en længere tidsfrist med hensyn til at opfylde kapitalkrav, eller der kan gives finansielle virksomheder muligheder for at opfylde kapitalkrav med andre typer af kapital end egentlig egenkapital. Der kan også ske en reduktion af kravene.

Som en tredje form for offentlig intervention under gældskriser kan der iværksættes indgreb, som kompenserer de berørte parter for de tab, som de måtte have i forbindelse med krisen. Indskydere kan for eksempel modtage kompensation for tab af indskud.

I flere tilfælde under de danske finanskriser har der været praktiseret en krisehåndtering, hvor krisen imødegås ikke gennem offentlige indgreb, men gennem intervention fra andre virksomheder i den finansielle sektor. For eksempel er der blevet tilført nødlidende institutter kapital fra andre institutter. Der har også været tale om, at der blandt de finansielle virksomheder er blevet organiseret redningsaktioner, hvor nødlidende institutter er blevet overtaget af andre institutter.

En stor international litteratur har diskuteret den bedste fremgangsmåde ved håndtering af gældskriser. Der har i denne litteratur været en diskussion af de forskellige fremgangsmåder for krisehåndtering, som er blevet skitseret ovenfor. Der er ikke entydige konklusioner fra diskussionen. Det vil blive beskrevet i bogen, at der også i kølvandet på de danske kriser har været diskussioner af krisehåndteringen.

Håndteringen af likviditetskriser

Som omtalt kan likviditetskriser vise sig som situationer, hvor finansielle virksomheder ikke kan leve op til forpligtelser om at stille betalingsmidler til rådighed.

I bogen ”Lombard Street” anbefaler Walter Bagehot, at centralbanker i tilfælde af en likviditetskrise stiller ubegrænset likviditet til rådighed for de berørte institutter. Bagehot lægger dog vægt på, at de pågældende institutter er solvente, dvs. at der sikkerhed for centralbankens lån til pengeinstitutterne. Bagehots anbefaling (kendt som Bagehot’s Rule) har vundet udbredt opbakning og har i stort omfang været anvendt under likviditetskriser i pengeinstitutter.

Også andre midler kan anvendes mod likviditetskriser i pengeinstitutter. De offentlige myndigheder kan for eksempel stille garanti for pengeinstitutternes forpligtelser for herved at hindre udtræk, og/eller der kan opstilles restriktioner for udtræk (for eksempel bestemmelser om en maksimal størrelse af udtræk per dag).

Likviditetskriser på værdipapirmarkeder kan imødegås gennem for eksempel offentlige køb af værdipapirer, herunder køb foretaget af centralbanken. Der kan også etableres belåningsregler i regi af centralbanken, som gør det lettere for finansielle virksomheder at belåne bestemte værdipapirer. Der ydes herved en indirekte støtte til køb af de pågældende papirer.

Nogle begreber

Der skal kort gøres nogle bemærkninger vedrørende bogens anvendelse af forskellige begreber.

Pengeinstitutter benyttes i samme betydning som i den danske lovgivning (lov om finansiell virksomhed), nemlig som en fællesbetegnelse for finansielle virksomheder, der offentligt har adgang til at markedsføre indskud, og som giver lån. I Danmark findes der afhængig af ejerformen tre former for pengeinstitutter, nemlig banker, sparekasser og andelskasser. En nærmere beskrivelse findes i bogen ”Det finansielle system” fra 2010.¹⁴

Tilsvarende anvendes betegnelsen *kreditinstitutter* i samme betydning som i lov om finansiell virksomhed, nemlig som en betegnelse for pengeinstitutter (banker, sparekasser og andelskasser) og realkreditinstitutter. Realkreditinstitutter defineres i lovgivningen som institutter, der yder lån mod sikkerhed i fast ejendom, og hvor lånene finansieres gennem udstedelse af obligationer.

Betegnelserne *finansielle virksomheder*, *finansvirksomheder* eller *finansielle institutter* benyttes i bogen bredt som en betegnelse for virksomheder, der beskæftiger sig med finansielle aktiviteter. I Danmark er den vigtigste finansielle regulering samlet i lov om finansiell virksomhed. Der er i denne lov en præcis definition af finansielle virksomheder som en samlebetegnelse for de institutter, der falder ind under loven. Det fremgår, at bogens anvendelse af betegnelsen ”finansiell virksomhed” ikke nødvendigvis svarer til den definition, der findes i loven.

Vi anvender *erhvervsvirksomheder* som en bred betegnelse for virksomheder, der ikke driver finansiell virksomhed. Vi benytter betegnelsen *pensionsselskab* eller eventuelt *pensionsinstitut* som en betegnelse for virksomheder, der beskæftiger sig med pensioner.

Vi benytter *finansiell politik* som en betegnelse for indgreb, der ændrer de regler, som finansielle virksomheder virker under. Der kan for

14. Finn Østrup (2010a).

eksempel være tale om regler for finansielle virksomheders lån. Danske realkreditinstitutter er for eksempel undergivet regler for deres långivning, blandt andet i form af krav til afdragsformen for institutternes lån og maksimale lånetider for lån. Det beskrives i bogen, hvordan vilkårene for realkreditlån i flere omgange har været ændret. Der kan også være tale om ændringer i krav til finansielle virksomheders egenkapital eller andre regler, der regulerer finansielle virksomheder. Også pensionsinstitutter er underkastet regler. Det beskrives i bogen, hvordan også disse regler har været ændret med det formål at gøre dem lettere at opfylde.

Strukturen i bogen

Hovedparten af bogens kapitler ser på finanskrisen, der for alvor rammer Danmark i 2008 med sammenbruddet i bankTrelleborg, og som varer frem til omkring 2015. I *kapitel 2* ser vi på økonomiske og finansielle tendenser i perioden op til krisen. *Kapitel 3* beskriver de økonomiske og finansielle diskussioner, der finder sted forud for krisen. *Kapitel 4* ser på hovedtræk af det økonomiske og finansielle forløb under finanskrisen, mens *kapitel 5* beskriver begivenhedsforløbet, herunder de diskussioner, som finder sted vedrørende kriseforanstaltninger m.v. *Kapitel 6* ser på forløbet i enkelte finansielle virksomheder eller grupper af finansielle virksomheder. *Kapitel 7* diskuterer finanskrisens konsekvenser. *Kapitel 8* beskriver diskussionen i kølvandet på krisen. Kapitlet giver også en vurdering af finanskrisens årsager samt af krisehåndteringen.

De andre kriser siden 2000 behandles i to kapitler. *Kapitel 9* behandler kriserne i pensionsselskaberne, herunder særlig krisen i 2001-02 og krisen i 2008. *Kapitel 10* gennemgår kort forløbet af den seneste krise i forbindelse med spredningen af coronavirus (covid-19) i 2020-21.

Endelig diskuterer *kapitel 11* fremadrettede konklusioner, der kan drages på baggrund af kriserne siden 2000. Blandt andet ser kapitlet på risikoen for nye fremtidige kriser, ligesom der uddrages erfaringer vedrørende krisehåndteringen.