

Hvad kan vi lære af Finanskrisen?

Projektskitse - oplæg

12.12.2012

Hvad kan vi lære af finanskrisen?

Finanskrisen har medvirket til at skabe et kraftigt økonomisk tilbageslag og en statsgældskrise i den vestlige verden. De økonomiske problemer har betydelige menneskelige omkostninger og det vil tage mange år at komme helt fri af krisen. Omfanget og dybden af tilbageslaget skaber et behov for at afklare de internationale og danske forhold bag krisen, og hvad vi fremadrettet kan lære af det forløb, som Danmark og andre lande har været igennem.

Som det ser ud nu er der risiko for, at krisen trækker ud og at væksten i den vestlige verden vil være lav flere år frem. Mange lande vil stramme finanspolitikken yderligere de kommende år, hvilket vil svække efterspørgslen. Hertil kommer, at den finansielle regulering strammes væsentligt. Det kan dæmpe kreditgivningen og øge finansieringsomkostningerne for virksomhederne. Samtidig er arbejdsløsheden steget til et højt niveau i mange lande. Flere steder er begyndende social uro og mangel på tillid til de politiske systemer og til fremtiden med til at forstærke den negative økonomiske udvikling. I Euroområdet er der fortsat væsentlige interne ubalancer, som i sidste ende kan true euroens stabilitet og udbredelse. Dette kan få stor betydning også for Danmark.

Danmark blev også relativt hårdt ramt af krisen og står overfor væsentlige udfordringer, som skal håndteres i et vanskeligt, internationalt klima. Mange virksomheder og husholdninger er i gang med at nedbringe gæld, produktivitetsvæksten har været svag og konkurrenceevnen er under et vist pres. De finansielle handlemuligheder er begrænsede, og den danske finansielle sektor skal formentlig igennem en konsolideringsproces, som gør det vanskeligere at finde finansiering for husholdninger og virksomheder. Det kan stille betydelige krav til den økonomiske politik på en lang række områder, hvis vi skal sikkert gennem udfordringerne uden stigende arbejdsløshed.

Formodningen har hidtil været, at vi langsomt men sikkert ville komme ud af krisen. Meget tyder dog på, at det vil tage mere tid og være vanskeligere end tidligere antaget.

Formålet med Finanskrisekommissionen er på den baggrund, at analysere finanskrisens forløb og årsager, med sigte på at skabe mere klarhed over de mulige, fremadrettede løsninger på de aktuelle udfordringer – og uden at vi igen skaber grundlag for et stort og langvarigt tilbageslag: Hvordan skal den økonomiske politik og rammebetingelserne for den finansielle sektor indrettes fremover, så vi får det bedst mulige grundlag for fremgang i beskæftigelse og produktivitet de kommende år, uden at der opbygges nye ubalancer i dansk økonomi og i den finansielle sektor?

Dette notat beskriver mulige analyseområder i projektet, med afsæt i nogle af finanskrisens grundlæggende drivkræfter og problemstillinger. Det primære fokus er den danske finanskrisen og løsninger på danske problemer i en international kontekst. Det konkrete indhold skal drøftes blandt andet med ekspertpanelet de næste måneder. Arbejdet tilrettelægges og prioriteres så det kan supplere og bygge videre på den rapport, som fremlægges af "Udvalg om finanskrisens årsager" i løbet af foråret.

I dette notat tages afsæt i tre overlappende spor:

- Den internationale finanskrisen
- Optakten til finanskrisen i Danmark
- Finanskrisens udvikling og håndtering i Danmark samt fremadrettede problemstillinger, som krisen har rejst

1. Den internationale finanskrisen

Internationalisering af finansmarkederne. Finansielle institutioner i Danmark og andre lande er i stigende grad blevet en del af et internationalt finansielt netværk. De finansielle virksomheder er blevet større og mere komplekse, med flere grænseoverskridende aktiviteter og krydsejerskab på tværs af lande. Tendensen til stigende finansiell integration blev forstærket af euroens indførelse og finansiell deregulering. Finansiell integration styrker mulighederne for risikospredning og – afdækning og understøtter væksten ved at kapital i højere grad kanaliseres derhen, hvor afkastet er størst. Men det kan også øge den finansielle sårbarhed fordi risikoen for spredning af problemer kan øges. Samtidig kan finansiell

integration gøre det være vanskeligere at identificere og forebygge kriser, navnlig når regulering og tilsyn ikke er afstemt efter de nye vilkår. Det stigende indlånsunderskud i danske banker under højkonjunktoren kan ses som et eksempel herpå. Det store indlånsunderskud blev bl.a. finansieret ved kortfristet låntagning i udlandet, hvilket svækkede danske bankers robusthed overfor den internationale finanskrisen. Efter krisen er situationen ændret radikalt: Finansiell integration er blevet afløst af skadelig disintegration i Europa. Det kommer blandt andet til udtryk ved "home bias" i de nationale finansielle tilsyn og forøgede risikopræmier på udlån i nogle af de lande, der er ramt hårdest af gældskrisen.

Forløbet i USA. Den finansielle krise startede i USA i 2007 med subprime-markedet og kulminerede i september/oktober 2008 efter Lehman Brothers' konkurs. Udviklingen i USA medførte tab for en række internationale investorer, og skabte stor usikkerhed om hvilke banker, der havde taget store risici. Sammenbruddet i USA udløste fastfrysningen af interbank-markederne og startede den efterfølgende meget abrupte internationale svækkelse af efterspørgsel og produktion. Krisens styrke og længde må imidlertid tilskrives andre ubalancer, som blev bygget op før krisen. Ubalancerne har bl.a. baggrund i lempelig penge- og finanspolitik, ændringer i den finansielle regulering, væsentlig gældsopbygning, samt stor risikovillighed og stigende anvendelse af komplekse finansielle produkter.

Forløbet i andre lande. Lande, som før krisen havde kraftig vækst i ejendomspriser og boliginvesteringer, store outputgab, høj offentlig gæld, og konkurrenceevneproblemer er typisk blevet hårdt ramt af tilbageslaget, særligt via store og ret vedholdende fald i den indenlandske efterspørgsel. Samtidig har flere af de hårdt ramte lande haft høj kreditvækst og været afhængige af international finansiering af deres indenlandske udlån. Særligt i Euro-området er der opbygget indre spændinger. Det skyldes både statsgældsproblemer og en uensartet økonomisk udvikling, bl.a. med store skift i landenes konkurrenceevne og tiltagende betalingsbalanceuligevægte frem mod krisen. Den stigende finansielle integration i EU og utilstrækkelige institutionelle rammer har medført, at ubalancer og finansiell ustabilitet i ét land i højere grad kan smitte af på andre lande. Nogle lande med høj gæld har samtidig det særlige problem, at de ikke fremstår som troværdige garantier for den finansielle stabilitet. Krisen bliver her forstærket af et negativt samspil (et såkaldt "doom-loop") mellem stat og finansiell sektor. Det er væsentligt at identificere årsagerne til, at ubalancerne er bygget op, og hvilken rolle de har spillet både for krisens gennemslag og mulighederne for efterfølgende at håndtere udfordringerne.

Arbejdsmarkedet og fordelingspolitiske konsekvenser. Arbejdsløsheden er steget kraftigt i mange lande, og er i nogle tilfælde kommet op på et højt niveau. Det har væsentlige menneskelige omkostninger, og indebærer risiko for social uro og politisk ekstremisme i de lande, der er hårdest ramt. Det kan også sætte grænser for de økonomisk-politiske handlemuligheder. Det er relevant at identificere fordelingsmæssige konsekvenser af det samlede forløb op til og under krisen og dermed af dens bagvedliggende årsager. Endvidere kan krisens længde og økonomisk-politiske reaktioner få væsentlige fordelingsmæssige implikationer. Det er centralt at undersøge, hvorvidt strukturerne på arbejdsmarkedet og andre institutioner i landene har haft betydning for byrdefordeling- og risikospredning og for økonomiernes evne til at absorbere det store økonomiske chok, som de er blevet udsat for – og hvilken rolle den økonomiske politik har spillet i den forbindelse.

Statsgældskrise og finanspolitik. Selv om konjunkturerne var gode og pengepolitikken var relativt lempelig i store dele af 00'erne, forsømte de fleste vestlige lande at konsolidere de offentlige finanser, og derfor var frihedsgraderne i finanspolitikken små, da krisen ramte. Samtidig har de fleste lande kun i beskedent omfang gennemført reformer med sigte på at håndtere de demografiske udfordringer. Allerede inden finanskrisen stod det således klart, at finanspolitikken var uholdbar i mange lande, og krisen har derfor været med til både at synliggøre og forstærke de finansielle problemer. I mange lande har finanskrisen derfor udviklet sig til også at være en statsgældskrise, som yderligere forstærker problemerne i den finansielle sektor. Finanspolitikken er blevet en central del af problemet frem for et instrument til at afbøde nogle af krisens konsekvenser. Samtidig holdes væksten tilbage af høj, delvist forsigtighedsbaseret, opsparing og et lavt investeringsniveau i mange lande. Det kan være udtryk for svag tillid til fremtiden og manglende på tro på, at myndighederne kan bringe de hårdt ramte lande ud af krisen.

Andre dybe recessioner. Et centralt spørgsmål er hvorvidt finanskrisen adskiller sig fra tidligere dybe internationale recessioner. Historisk har der været dybe kriser både frembragt af finansielle forhold (fx valutakriser) og af problemer på varemarkederne, fx oliemarkedet. Er der fællestræk ved kriser med udspring i den finansielle sektor i forhold til andre kriser? Hvilken betydning har det, at de finansielle markeder er mere globaliserede og komplekse end før? Var der særlige internationale forhold frem mod begyndelsen af finanskrisen, som typisk ikke optræder i andre recessioner? Hvilke betingelser er afgørende for, at en almindelig lavkonjunktur udvikler sig til en recession med egentlige bankkriser i mange lande på samme tid?

Krisehåndtering. I modsætning til krisen i 1930'erne, har der denne gang været betydeligt internationalt samarbejde med henblik på at komme ud af krisen. I EU-regi er der gennemført mange ændringer navnlig på det finanspolitiske område og i den finansielle regulering, men der er et godt stykke endnu før man kan tale om en "single rulebook" og ensartet tilsynspraksis mv. Der er stor forskel på, hvordan problemerne i den finansielle sektor blev håndteret i de forskellige lande, og reglerne for afvikling af nødlidende banker er fortsat meget forskellige. I EU – med Danmark som en central undtagelse - var der nærmest ingen banker, som fik lov til at gå ned pga. statslige støtteforanstaltninger mv. Det forøger de finanspolitiske udfordringer i nogle lande, fordi staterne mere eksplicit fremstår som garantier for kreditinstitutterne. De forskellige regler for afvikling har også betydning for ratingbureauernes vurdering af kreditinstitutterne og for konkurrenceforholdene mellem banker mv. fra forskellige lande – herunder ikke mindst de danske..

Hvad er samlet set status efter de mange finansielle indgreb i EU-landene målt på statsfinanser, implicitte og eksplicitte garantier og konkurrencesituationen i det indre marked? Hvilken rolle har ECB spillet under og efter krisen, og hvilke risici er der herved? Hvad skal der til for at modgå de tilbagevendende. negative tillids- og forventningseffekter, som statsgældskrisen giver anledning til, og som har forlænget lavkonjunktoren også i Danmark? Er de nye økonomisk-politiske rammebetingelser i EU sammen med forslaget om en bankunion og ECBs seneste initiativer tilstrækkelige, og hvilke krav stilles i givet fald til yderligere politisk integration i EU?

2. Optakten til finanskrisen i Danmark

Økonomisk politik op mod krisen. En række specifikke danske forhold var med til at forværre krisen. Perioden op til krisen var præget af høj efterspørgsel og økonomisk (over)optimisme. Konjunkturopgangen endte i en overophedning efter usædvanligt kraftige stigninger i ejendomspriserne, stor udlånsvækst, meget lav arbejdsløshed og forværret konkurrenceevne. Nogle af drivkræfterne bag ophedningen var lave renter og lempelig finanspolitik, fastlåsning af ejendomsbeskatningen, introduktion af nye låneformer og ændringer i den finansielle regulering – dvs. konjunkturforstærkende økonomisk politik. Allerede inden finanskrisen slog igennem, var der tegn på en afmatning i Danmark. Til gengæld var de offentlige finanser i relativt god stand, og råderummet blev i vidt omfang anvendt til at understøtte økonomien i 2009 og 2010.

Nye lånemuligheder i Danmark. Liberaliseringen af boligfinansieringen i de sidste 10-20 år har ført en række nye låneformer med sig, fx rentetilpasningslån og afdragsfrie lån, som i dag udgør den største del af husholdningernes boliglån. Samtidig er ejendomsværdiskatten låst fast nominelt, nu også frem til 2020.

Hvilken betydning har disse og andre tiltag haft for udviklingen på ejendomsmarkedet og priser på grunde og landbrugsjord, og hvilke afledte konsekvenser har dette haft for den generelle økonomiske udvikling og den finansielle stabilitet? Hvad er konsekvenserne af, at ændringer i de korte renter har fået større betydning for boligmarkedet og efterspørgslen i øvrigt, fx i en situation med pres på kronen? Hvilken selvstændig betydning havde de relativt gode offentlige finanser for det danske kriseforløb?

Ændret finansiel regulering. Basel II reglerne, som blev implementeret midt i 00'erne, introducerede nye risikovægte og betød, at bankernes kapitalkrav i højere grad blev fastlagt efter interne modeller. Det medførte de-facto en lempelse af pengeinstitutternes reservekrav. Ny regnskabspraksis i 2005 gjorde op

med det eksisterende forsigtighedsprincip i forbindelse med hensættelser, hvilket øgede udlånspotentialer markant og bidrog til, at bankerne ikke fik opbygget deres reserver i takt med, at udlån og risici voksede. Vilkkårene for realkrediten er ligeledes ændret væsentligt, og banker har fået adgang til flere forretningsområder. Kreditvurderingen af værdipapirer og udstedere blev indskrænket til færre ratingbureauer, og bureauernes vurderinger blev i stigende grad benyttet til fastlæggelse af kapitalkrav mv. Konstruktionen, hvor ratingbureauerne bliver betalt af dem, som de overvåger, er også blevet kritiseret, ligesom det har uheldige konsekvenser at ratingen er så konjunkturmedløbende. Der er også rejst kritik af det finansielle tilsyn i perioden, herunder tilsynet med de grænseoverskridende aktiviteter. Som i andre lande har grænseoverskridende aktiviteter, krydsejerskab mv. bidraget til at sprede kriseeffekterne og til at gøre kriseløsninger mere vanskelige.

Hvilken betydning har den finansielle regulering (og tilsynet) haft for kreditpolitikken i danske finansielle virksomheder, og for det samlede økonomiske forløb frem mod krisen? Hvilken rolle har ratingbureauerne specifikt spillet for det danske forløb under og efter krisen? Hvordan klarede dansk realkredit sig igennem krisen, og hvad er konsekvenserne af de ændrede vilkår? Hvilke udfordringer var der i den danske pensionssektor, og hvilke fordele og ulemper var der ved de statslige initiativer på området?

Adfærden i den finansielle sektor og blandt brugerne af de finansielle produkter var påvirket af det økonomiske klima og af den førte politik. Der er bl.a. peget på, at kapitalbuffere i banker var for små, at kvaliteten af kapitalen ikke var god nok, at bankers modeller underestimerede risici, at visse aflønningsformer kan have virket destabiliserende, at rådgivningen i nogle tilfælde var utilstrækkelig og at risiko blev flyttet uden for balancer og dermed væk fra finansiell overvågning. Samtidig fik opbygning af de store indlånsunderskud og adfærden i nogle få meget risikobetonede banker betydning for hele sektorens adgang til international finansiering. Hvad karakteriserede de banker og forretningsmodeller, som efterfølgende gik konkurs? Hvilken betydning havde den finansielle regulering for adfærden i de gode år? Ville finanstillsynets nye og skærpede praksis mv. og basel III have ændret afgørende på forløbet i 00'erne?

Stemningen op mod krisen. Et særligt tema er den økonomiske "stemning" op mod krisen. Dvs. forventningsdannelsen og hvilken betydning forventninger og "stemning" har for det økonomiske forløb – herunder for de beslutninger, der træffes på politisk niveau og i virksomheder og husholdninger. Kan man blive bedre til at måle forventninger på centrale områder og deres betydning og kan man mere præcist identificere de mekanismer og betingelser, der er med til fx at skabe boligbobler? Udgangspunktet er at "overophedning" i nogle tilfælde også drives af, at forventninger i en periode kan være selvopfyldende.

3. *Finanskrisens udvikling og håndtering i Danmark samt nogle af de fremadrettede problemstillinger, som krisen har rejst*

Med baggrund i analyser af krisens forløb i andre lande, sammenligninger med tidligere lavkonjunkturer og de specifikke danske drivkræfter bag krisen, kan der opstilles en ramme til forklaring af krisens omfang og gennemslag i Danmark. Det er især relevant at identificere de udviklingstræk i årene før krisen, som har haft konsekvenser for tilbageslagets styrke og de efterfølgende problemer i den finansielle sektor. Desuden kan Kommissionen vurdere om den samlede håndtering af krisen har været fornuftigt sammensat og rimeligt afstemt med konjunktursituationen og andre hensyn som fx langsigtet finanspolitisk holdbarhed og troværdighed, indkomstfordeling, og den overordnede vækstdagsorden.

Myndighedernes håndtering. Der er blandt andet fokus på den økonomiske politik, herunder de forskellige kriseindgreb i den finansielle sektor i årene under krisen. Spørgsmålet er eksempelvis, om bankpakkerne havde de tilsigtede virkninger, og om de har haft utilsigtede bivirkninger – og hvordan byrdefordelingen mellem skatteydere og andre har været i Danmark og i andre lande. Hvilken rolle har Nationalbanken spillet og hvordan har de forskellige pengepolitiske kriseinitiativer virket?

Kommissionen skal identificere de danske forhold, som indebærer risiko for mere systemiske kriser fremover – og hvad der specifikt kan gøres for at fjerne disse risikomomenter. Hvilke fordele og ulemper

har den særlige finansielle struktur, herunder pensionssektoren, i Danmark for den samlede finansielle stabilitet?

Regulering, automatiske stabilisatorer og konjunkturerne. Basel III bliver via EU-lovgivning indfaset de kommende år. Kreditinstitutternes udlånspolitik er strammet igen både i Danmark og i Euro-området. Finanspolitikken har været lempelig herhjemme under krisen, men det finansielle råderum er nu meget begrænset. De fleste vestlige lande står over for betydelige konsolideringsbehov, som kan svække den internationale efterspørgsel i en årrække. Hvordan skal den økonomiske politik indrettes og "times" de kommende år, og hvilke strukturpolitiske virkemidler kan bidrage til at sikre en hurtigere tilbagevenden til mere normale tilstande både i Danmark og på EU-plan. Hvordan sikres, at der ikke igen bygges op til en ny, omkostningsfuld lavkonjunktur.

Hvad kan gøres for at undgå store boble-lignende udsving på bolig- og ejendomsmarkederne i Danmark, og hvordan undgås konjunkturforstærkende finanspolitik? Hvordan kan de automatiske stabilisatorer i økonomien styrkes og er det hensigtsmæssigt?

Hvordan virker de "makroprudentielle" instrumenter, som fremover kan bringes i anvendelse? Hvordan og i hvilket tempo bør de introduceres? Hvem skal have ansvaret for instrumenterne, hvis det skal sikres, at systemiske risici forebygges? Skal anvendelsen være regelbaseret og målrettet finansielle eksternaliteter eller skal de ses som diskretionære konjunkturpolitiske instrumenter? Er de fx effektive i forhold til at bremse høj udlånsvækst i gode tider, og hvornår er udlånsvæksten "for høj"? Hvad er omkostningerne ved at stramme den finansielle (makroprudentielle) regulering, hvis der er andre økonomisk-politiske instrumenter som mere effektivt kan dæmpe væksten i huspriser eller udlån? Er en bankunion en del af løsningen for Danmark, og hvordan skal sådan en union i givet fald sammensættes?

Danske virksomheders adgang til kredit og kapital. Kreditinstitutterne har strammet kreditpolitikken væsentligt de senere år, bl.a. for at reducere balancerne og styrke solvensen. Samtidig vil strammere tilsynspraksis og skærpet regulering kunne bremse kreditgivningen fremover. Det er væsentligt at analysere hvilke konsekvenser de planlagte stramninger af reguleringen vil få for husholdninger og virksomheder i forskellige brancher, og for den samlede vækst i Danmark.

I hvilket omfang er der et modsætningsforhold mellem hensynet til finansiell stabilitet på den ene side og ønsket om at sikre høj vækst på den anden, og hvordan skal afvejningen mellem disse hensyn i givet fald foretages?

Er der et kreditklemmeproblem: Er der i øjeblikket og de kommende år en udfordring med at sikre adgang til kapital og finansiering for danske virksomheder - herunder små og mellemstore virksomheder? Er der særlige udfordringer fx for underleverandører eller specifikke brancher? Hvilke kriterier skal være opfyldt før der gribes ind, og hvilke instrumenter kan i givet fald bidrage til at løse sådan et problem på en effektiv måde?

Hvordan er danske bankers internationale konkurrencesituation efter finanskrisen? Hvilken betydning har det eksempelvis for finansieringsomkostningerne, at landene har forskellige regler for håndtering af nødlidende banker? Er der i det danske tilsyn tendens til "homebias" og har tilsynet fundet en rimelig balance mellem hensynet til vækst og til finansiell stabilitet (i det omfang der er et modsætningsforhold mellem de to)? Hvor store er udfordringerne med "too-big-to-fail", "too-many-to-fail", og "too-big-to-rescue" i Danmark? Påvirker disse fænomener institutternes risikoprofil, og hvilken betydning har det i givet fald haft for forløbet. Bør der gribes ind og i givet fald hvordan?

De finansielle og andre aktører. Det er relevant at få analyseret adfærden særligt på de finansielle markeder op til og under krisen og hvilken betydning "governance"-strukturen i kreditinstitutterne eksempelvis har for beslutningerne. Det omfatter samspelet mellem bestyrelse og direktion, samt de støttefunktioner, der varetages af eksempelvis advokater, og hvilke erfaringer man kan drage på disse fagområder.

Økonomernes rolle: Finanskrisen i efteråret 2008 giver også anledning til efterrationalisering blandt økonomer. Var der nok fokus på de problemer, som efterfølgende viste sig at skabe grundlaget for krisen? Var forståelsen af samspillet mellem den finansielle og reale del af økonomien tilstrækkelig? Var kommunikationen klar og advarslerne tilstrækkeligt tydelige? Hvorfor var økonomerne ikke bedre til at forudsige krisen og til at aflæse og forstå de risici der blev bygget op bl.a. i det finansielle system? Og hvorfor kan der ikke anvises hurtige løsninger på problemerne? Hvordan sikres at de erfaringer, som indhøstes i denne omgang, ikke glemmes, når der igen er fremgang i økonomien?

Andre relevante spørgsmål er om det retslige efterspil har været tilfredsstillende? Har medier via deres dagsordensættende rolle haft selvstændig betydning op til og efter krisen? Hvad er spekulation egentlig, og hvilket formål og hvilken betydning har de omfattende kapitalbevægelser. Har forbud mod "shortselling" virket? Hvilken rolle spiller "Credit Default Swaps" og mere eksotiske finansielle instrumenter i Danmark? Har aktiviteter uden for balancen ("of-balance") haft betydning for det danske forløb? Hvor stor betydning har international eksponering haft for danske bankers finansieringsomkostninger undervejs? Har der været tilløb til "firesales" i Danmark og hvorfor?

Den aktuelle økonomiske situation. Den europæiske statsgældskrise er under fortsat udvikling, og underskuddet på det hjemlige statsbudget betyder, at Danmark står dårligt rustet i forhold til en eventuel ny krise. Samtidig er der behov for en opretning af konkurrenceevnen, bl.a. via højere produktivtetsvækst. Dansk økonomi – og særligt de offentlige finanser – vil være meget sårbare såfremt krisen fx omsætter sig i en væsentlig og mere vedholdende stigning i ledigheden eller i uholdbar finanspolitik. Hvilke veje er der ud af den statsgælds- og lavvækstkrise, som mange vestlige lande befinder sig i. Hvilke krav stilles særligt til den økonomiske politik i Danmark de kommende år? Hvilke handlemuligheder har vi, hvis den internationale lavvækstkrise bliver mere langvarig og risikoen for finansiel uro mere vedvarende svækker forventninger og tillid.