

Finanskrisen – årsager og konsekvenser

Temanummer: Når viden skaber forandring

Begivenhedsforløbet kendt som finanskrisen er et vendepunkt i dansk økonomisk og finansiel historie. Over en periode på kun seks kvartaler – fra 4. kvartal 2007 til 2. kvartal 2009 – falder produktionen med 7,1 procent. Produktionsfaldet er det største siden 2. verdenskrig. Først i 3. kvartal 2014 – dvs. omtrent syv år efter krisens begyndelse – når produktionen igen over niveauet fra slutningen af 2007. Danske finansielle virksomheder har omfattende tab særligt på

lån til ejendomsprojekter. Et stort antal pengeinstitutter bliver nødlidende, og mange bryder sammen. Særligt går det ud over de mellemstore pengeinstitutter. Staten intervenserer med store beløb i form af garantier og indskud af kapital i finansielle virksomheder. Krisen får – udover produktionstab – konsekvenser på flere andre områder, blandt andet medfører krisen et skift i økonomisk tænkning.

FINN ØSTRUP

Forfatter, dr. merc.,
finnoestrup@gmail.com

Opløbet til krisen

Finanskrisen rammer Danmark fra 2008. I årene forud for krisen – dvs. perioden fra 2002 til 2008 – er dansk økonomi kendetegnet ved flere markante tendenser (Østrup, 2021).

Der er en kraftig økonomisk ekspansion båret frem af en stærk vækst i privat forbrug og i byggeri. Boligbyggeriet vokser med 56 procent fra 2002 til 2007, mens erhvervsinvesteringerne – særlig erhvervsbyggeriet – stiger med 34 procent fra 2003 til 2008. Husholdningernes opsparing falder til et lavt niveau. Målinger af tilliden hos forbrugere og erhvervsvirksomheder viser stor optimisme.

Der er en stor stigning i priserne på fast ejendom. Priserne på enfamiliehuse øges med 65 procent fra 4. kvartal 2002 til 4. kvartal 2007. Prisstigningen på ejerlejligheder og sommerhuse er endnu større. Også priserne på erhvervs-ejendomme øges stærkt.

Der er en stor stigning i gældsætningen hos danske husholdninger og erhvervsvirksomheder. Den mest ekstreme udvikling finder sted inden for landbruget, hvor gælden vokser til et niveau, der i 2007 er 15 gange større end landbrugets indkomst. Der er samtidig en stor stigning i priserne på landbrugsejendomme.

De danske finansielle virksomheder forfølger ekspansive strategier. Ekspansionen medfører større risiko. Udlån fra danske finansielle virksomheder stiger med 94 procent fra udgangen af 2002 til udgangen af 2007. I det kraftigst

ekspanderende pengeinstitut – Aarhus Lokalbank – øges udlånene 7,6 gange. Egenkapitalen i de finansielle virksomheder mindskes i forhold til aktiverne, dvs. de finansielle virksomheder bliver mindre solide. Indlånstigningen i pengeinstitutterne kan ikke holde trit med udlånstigningen, hvilket indebærer, at de finansielle virksomheder må hente en stigende del af deres finansiering fra udenlandske kilder, særligt tyske banker. Den større kortfristede finansiering øger risikoen i den danske finansielle sektor, idet det er erfaringen fra tidligere episoder, at långiverne på de internationale markeder pludselig kan stoppe for finansiering, hvorved der opstår en akut mangel på likvide midler.

De danske finansielle virksomheder ekspanderer også deres internationale aktiviteter. I 2004 køber Danske Bank to banker baseret i henholdsvis Den Irske Republik og Nordirland. Danske Bank indleder derefter en stor ekspansion på det irske marked for boliglån. I 2006 køber Danske Bank en af de største finske banker, Sampo Bank. Banken har aktiviteter også i de baltiske lande og i Rusland. I 2007 har Danske Bank planer om en yderligere stor ekspansion i de baltiske lande og Rusland.

Det bidrager til opgangen i ejendomspriser og låntagning, at Den Europæiske Centralbank (ECB) frem til december 2005 holder et lavt renteniveau. Som en konsekvens af fastkurspolitikken følger Danmarks Nationalbank renten fastsat af ECB, hvorved renten også i Danmark – særlig den korte rente – falder til et lavt niveau.

Det bidrager yderligere til opgangen i ejendomspriser og låntagning, at der i perioden op til finanskrisen foregår to markante ændringer i systemet for boligfinansiering.

For det første er der en stor ekspansion i anvendelsen af rentetilpasningslån (populært flekslån), dvs. realkreditlån, hvor renten ændres løbende på grundlag af udviklingen i den korte rente. Fra ved udgangen af 2001 at udgøre omkring 10 procent af samtlige udestående realkreditlån øges andelen af rentetilpasningslån til over 50 procent ved udgangen af 2005. Ved at skifte til rentetilpasningslån er det i årene efter 2001 muligt for boligkøbere og boligejere at reducere finansieringsomkostningerne, idet den korte rente – og herved renten på rentetilpasningslån – i denne periode ligger betydeligt lavere end renten på de traditionelle lange fast forrentede lån, der hidtil har været anvendt i boligfinansieringen.

Som en anden markant ændring i systemet for boligfinansiering vedtager Folketinget med virkning fra oktober 2003 en lovændring, som gør det muligt for boligkøbere og boligejere at optage afdragsfrie realkreditlån, dvs. lån hvor der i en periode ikke betales afdrag. De afdragsfrie lån vinder hurtigt stor udbredelse. Allerede ved udgangen af 2007 udgør de afdragsfrie lån således over 40 procent af samtlige udestående realkreditlån. Adgangen til afdragsfrie lån medfører, at boligkøbere og boligejere i en periode kan reducere boligudgiften

ved at undlade afdragsbetalinger. Specielt kan boligkøbere sænke 1. års-ydelsen efter skat, dvs. det bliver i perioden efter et køb umiddelbart billigere at sidde i en bolig.



På baggrund af det markante økonomiske og finansielle forløb kan det virke besynderligt, at der ikke i samtiden i højere grad er betænkelighed ved udviklingen

På baggrund af det markante økonomiske og finansielle forløb kan det virke besynderligt, at der ikke i samtiden i højere grad er betænkelighed ved udviklingen. Der er dog en løbende debat om boligprisudviklingen, hvor flere medier og fagøkonomer advarer mod en boble. Der er også fra enkelte sider advarsler mod den stærke udlånsstigning. De forskellige betænkeligheder afvises af myndighederne. I tilbagevendende rapporter om finansiell stabilitet vurderer for eksempel Danmarks Nationalbank, at den danske finansielle sektor er solid. Fagøkonomer i blandt andet de økonomiske ministerier, Nationalbanken og Det Økonomiske Råd mener, at boligprisstigningerne er berettigede og afviser, at der skulle foreligge en boligboble. Ved inspektionsbesøg i pengeinstitutterne når Finanstilsynet frem til, at pengeinstitutternes lån gennemgående er solidt funderede.

Den økonomiske optimisme næres af udtalelser fra de politiske beslutningstagere. I nytårstalen ved indgangen til 2007 mener for eksempel statsminister Anders Fogh Rasmussen, at det går bedre i Danmark end nogensinde, og at dansk økonomi betragtes som en rollemodel i udlandet. Ved Folketingets afslutningsdebat i maj 2007 – dvs. umiddelbart før finanskrisen – er det Anders Fogh Rasmussens vurdering, at Danmark har en af Europas stærkeste økonomier, og at det går forrygende godt. Regeringens synspunkt om en stærk dansk økonomi henter støtte fra fagøkonomer i blandt andet Nationalbanken og Det Økonomiske Råd. I efteråret 2007 taler for eksempel Det Økonomiske Råd om en »solid højkonjunktur«. Fagøkonomerne er dog bekymrede over, at væksten er for stærk, og at økonomien derfor kan løbe ind i problemer med mangel på arbejdskraft.

Forløbet af krisen

Første fase: Forløbet frem til 2009

Fra december 2005 begynder Den Europæiske Centralbank (ECB) en politik med gradvise rentestigninger. Danmarks Nationalbank følger efter. Rentestigningen medfører større udgifter ved at købe og eje fast ejendom. Som en konsekvens af rentestigningen begynder de danske prisstigninger på fast ejendom at gå i stå fra omkring midten af 2006. Priserne på ejerlejligheder når toppunktet i 3. kvartal 2006, mens priserne på enfamiliehuse og sommerhuse når deres højeste niveau ved midten af 2007.

Dansk produktion når toppunktet i 4. kvartal 2007. Fra 4. kvartal 2007 og frem til 2. kvartal 2009 – dvs. over en forholdsvis kort periode – er der et fald på 7,1 procent. Produktionsfaldet skyldes i første række en stor nedgang i boligbyggeri og i erhvervsbyggeri, men der er også betydelige fald i andre erhvervsinvesteringer og i det private forbrug. En vigtig årsag bag nedgangen i det private forbrug er store formuetab hos husholdningerne på grund af de faldende boligpriser samt også på grund af en stor nedgang i aktiekurserne. En hovedårsag bag den mindre byggeaktivitet er prisfaldene på fast ejendom. Erhvervsvirksomhederne reducerer investeringerne blandt andet for at mindske andelen af gæld på deres balancer og derved gøre sig mindre afhængige af lån fra finansielle virksomheder.

Allerede fra 2006 kommer det i medierne til diskussion, om de danske pengeinstitutter (banker, sparekasser og andelskasser) vil få tab på deres lån til boliger og erhvervsjendomme, og om tabene vil medføre en omfattende finansiell krise. Det bidrager til den danske finansielle sektors vanskeligheder, at det fra august 2007 bliver klart, at der er problemer på det amerikanske boligmarked, og at det kan komme til betydelige tab på boliglån ydet til amerikanske boligejere. Da også ikke-amerikanske finansielle virksomheder har placeret midler i amerikanske boliglån, er det konsekvensen af de amerikanske boligejeres problemer, at der overalt i verden bliver manglende tillid til finansielle virksomheder. Flere amerikanske, britiske og tyske banker bryder sammen. Efter august 2007 bliver det sværere – også for danske finansvirksomheder – at låne over de internationale finansmarkeder.

I januar 2008 bryder det første danske pengeinstitut sammen, nemlig den Slagelse-baserede bank Trelleborg. Årsagen er tab på lån til den danske byggesektor. Gennem det næste halvår går flere byggefirmaer konkurs. Det diskuteres, om det vil komme til sammenbrud i flere danske pengeinstitutter. Opmærksomheden er særligt rettet mod landets 7. største bank, Roskilde Bank, der i årene 2002-07 har øget udlånene 5,2 gange. I medierne er der forlydender om, at Roskilde Bank blandt sine største låntagere har en række spekulationsprægede ejendomsselskaber. I juli 2008 står Roskilde Bank over for at skulle foretage store nedskrivninger i sit halvårsregnskab for 1. halvår 2008. Ledelsen i Roskilde Bank frygter, at det vil komme til et run på banken, når størrelsen af bankens tab bliver kendt i offentligheden. Ledelsen henvender sig derfor til myndighederne om hjælp.

I juli 2008 iværksætter Nationalbanken og de andre danske pengeinstitutter en redningsaktion til fordel for Roskilde Bank. I første omgang udstedes der en garanti for bankens forpligtelser, herunder indskud. De øvrige pengeinstitutter vil dække tab i Roskilde Bank op til 750 mio. kr., mens staten lover at dække yderligere tab. En efterfølgende gennemgang af Roskilde Banks engagementer viser, at der rent faktisk er store tab, og at egenkapitalen er gået tabt. Ved slutningen af august 2008 overtages Roskilde Bank af Nationalbanken og de øvrige pengeinstitutter. Senere overgår den til staten.

I den følgende tid kommer også andre pengeinstitutter i problemer, blandt andet overtages Forstædernes bank af Nykredit, og Amagerbanken må have støtte fra Nationalbanken. Den 15. september 2008 går den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers konkurs. Konkursen indebærer, at indskydere og andre kreditorer i Lehman Brothers kommer til at lide tab. Det kommer som en overraskelse for alle, at kreditorer – herunder indskydere – kan komme til at lide tab ved et sammenbrud i en stor bank. Konsekvensen er et fald i tilliden til den finansielle sektor, hvilket medfører, at banker overalt i verden får svært ved at optage lån. De manglende lånemuligheder øger vanskelighederne også for de danske pengeinstitutter, der som omtalt under ekspansionen i 2002-2007 har gjort sig afhængige af udenlandsk finansiering.



Bankpakke 1 indebærer, at staten udsteder en 2-årig garanti for danske pengeinstitutters forpligtelser, herunder indskud

For at undgå et sammenbrud i den danske finansielle sektor griber staten ind. Ved en hastebehandling i oktober 2008 vedtager Folketinget den såkaldte Bankpakke 1. Bankpakke 1 indebærer, at staten udsteder en 2-årig garanti for danske pengeinstitutters forpligtelser, herunder indskud. I forbindelse med Bankpakke 1 besluttes det, at nødlidende pengeinstitutter fremover skal afvikles, og at afviklingen skal foregå i statsligt regi. Der etableres et statejet aktieselskab – Finansiell Stabilitet – som skal stå for afviklingen af nødlidende institutter. Pengeinstitutter skal overgå til afvikling, hvis den ansvarlige kapital kommer under mindsteniveauet på 8 procent af instituttets aktiver vægтет efter risiko. Der aftales mellem staten og pengeinstitutterne en fordeling af omkostningerne ved tab i sammenbrudte pengeinstitutter. Den aftalte fordeling indebærer, at tab over 45 mia. kr. vil medføre en statslig nettoudgift, mens staten vil få overskud, hvis tabene holdes inden for 45 mia. kr.

I de sidste måneder af 2008 er der stigende bekymring, at danske finansielle virksomheder vil få så store tab, at de kun kan opfylde kravet til egenkapital ved at skære ned i deres udlån. Der er beretninger om, at finansielle virksomheder er tilbageholdende med lån og ikke vil finansiere projekter, selv om de er rentable. For at imødegå situationen med kredittilbageholdenhed vedtages i februar 2009 den såkaldte Bankpakke 2, hvor staten tilbyder at indskyde kapital i finansielle virksomheder.



For at imødegå situationen med kredittilbageholdenhed vedtages i februar 2009 den såkaldte Bankpakke 2, hvor staten tilbyder at indskyde kapital i finansielle virksomheder

Gennem de næste måneder indskyder staten sammenlagt 46,0 mia. kr. i en række danske finansielle virksomheder. Kapitalen har karakter af såkaldt hybrid kernekapital, dvs. lån som efter virksomhedernes egenkapital står forrest

til at bære tab. Den hybride kernekapital tæller med ved beregningen af de finansielle virksomheders ansvarlige kapital, hvorved der bliver en bedre »polstring«. Som en del af Bankpakke 2 får finansielle virksomheder også tilbud om statslige garantier på lån efter oktober 2010, hvor Bankpakke 1 udløber.

I de første måneder af 2009 er der stor fokus på Danske Bank, der er Danmarks suverænt største finansielle koncern. Det viser sig, at banken har store tab på udlån i Irland, og det er en udbredt opfattelse, at banken kan have mistet sin egenkapital. Mange forventer, at Danske Bank vil blive overtaget af staten. Aktiekursen falder til et lavt niveau. Det bidrager til usikkerheden, at banken i perioden op til finanskrisen har ført en ekspansiv politik, hvor egenkapitalen er blevet reduceret til et lavt niveau. Gennem Bankpakke 2 får Danske Bank-koncernen i maj 2009 tilført 26 mia. kr.

Anden fase: Forløbet efter 2009

Fra midten af 2009 begynder produktionen igen at stige. Medvirkende til produktionsstigningen er en ekspansiv finanspolitik med blandt andet store skattenedsættelser. Det er et udbredt synspunkt, at finanskrisen hermed er overstået.



Det er hovedindholdet i Bankpakke 3 er, at staten ikke længere skal bidrage til omkostningerne ved afvikling af nødlidende pengeinstitutter. Derimod skal indskydere og andre kreditorer kunne lide tab, når et pengeinstitut bliver nødlidende

De politiske beslutningstagere vurderer, at der nu ikke længere er behov for statslig støtte til den finansielle sektor. I juni 2010 vedtages den såkaldte Bankpakke 3. Det er hovedindholdet i Bankpakke 3, at staten ikke længere skal bidrage til omkostningerne ved afvikling af nødlidende pengeinstitutter. Derimod skal indskydere og andre kreditorer kunne lide tab, når et pengeinstitut bliver nødlidende.

I 2011 og 2012 vender finanskrisen tilbage. Væksten går i stå, og det kommer til nye aktiekursfald. Boligpriserne begynder igen at falde. Der er en stor overskudskapacitet på markedet for erhvervsejendomme, hvilket fremkalder frygt for yderligere store prisfald. Der opstår igen usikkerhed om stabiliteten i den finansielle sektor, efter at de statslige garantier under Bankpakke 1 er udløbet i oktober 2010. Det bidrager til de danske vanskeligheder, at der i euro-landene er lavkonjunktur (»euro-krisen«). Finanspolitikken strammes efter krav fra EU.

De danske priser på enfamiliehuse når deres lavpunkt i 1. kvartal 2012. Fra toppunktet i 3. kvartal 2007 til lavpunktet i 1. kvartal 2012 er der et samlet prisfald på 20 procent. Priserne på ejerlejligheder falder med 29 procent fra toppunktet (3. kvartal 2006) til lavpunktet (1. kvartal 2009), mens sommer-

huse falder 28 procent fra toppunktet (2. kvartal 2007) til lavpunktet (1. kvartal 2013).

Efter flere års vanskeligheder bryder Amagerbanken sammen i februar 2011. Afviklingen foregår på grundlag af Bankpakke 3, dvs. at indskydere og andre kreditorer i banken kommer til at lide tab. Efter sammenbruddet øges mistilliden til danske finansielle virksomheder. Medierne bringer lister over de pengeinstitutter, hvor indskydere er mest udsatte for tab. Indskyderne og andre kreditorer reagerer ved at trække sig ud af de institutter, der vurderes at være mest risikable. I juni 2011 bryder Fjordbank Mors sammen. Banken afvikles efter Bankpakke 3, hvorved indskydere og andre kreditorer igen påføres tab.

I udlandet vækker det opmærksomhed, at det nu ikke længere er sikkert at anbringe i danske pengeinstitutter. I Financial Times omtales Danmark som et »case study« med hensyn til, hvad der sker, når indskydere og andre kreditorer påføres tab ved krak i pengeinstitutter. De danske finansielle virksomheder nedgraderes af de internationale kreditvurderingsbureauer, og de får svært ved at rejse finansiering i udlandet. Fra den finansielle sektor rejses der krav om, at Bankpakke 3 bør ændres.

Efter sammenbruddet i Fjordbank Mors erkender de politiske beslutningstagere, at Bankpakke 3 har uheldige konsekvenser. Gennem de næste år vedtages yderligere tre bankpakker – Bankpakke 4-6 – hvis vigtigste formål er at hindre, at indskydere og andre kreditorer lider tab ved sammenbrud i pengeinstitutter. Fra politisk side trækker man sig altså ud af Bankpakke 3.

Fra midten af 2013 begynder et nyt konjunkturopsving. Opsvinget er imidlertid langsomt, og det er først i 3. kvartal 2014, at produktionen når over niveauet fra før finanskrisen. Der er fortsat sammenbrud af pengeinstitutter i årene 2013-2015. Under finanskrisen rammes i alt 38 pengeinstitutter af problemer, som medfører, at de må afvikles eller fusionere. Det sidste sammenbrud i et pengeinstitut på grund af finanskrisen finder sted i Østjysk Bank i februar 2018.

Årsagerne til krisen

Forklaringer fremlagt i litteraturen

I en omfattende litteratur og i den offentlige diskussion har der været fremlagt forskellige forklaringer på finanskrisen. I 2013 kom en officiel rapport fra Udvalget om finanskrisens årsager, populært kendt som Rangvid-udvalget (Udvalget om finanskrisens årsager, 2013). I udvalgets rapport peges der på ikke færre end 16 forskellige årsager. I en nylig bog – »Danske finansielle kriser siden 2000« – har forfatteren til nærværende artikel fremlagt en ny analyse af finanskrisen (Østrup, 2021).

Der er grund til at være skeptisk over for flere af de gængse forklaringer på finanskrisen, som drages frem i litteraturen og i den offentlige diskussion.

Et synspunkt har været, at finanskrisen er en »hundrede-årshændelse«, som skyldes et samspil af uheldige omstændigheder. Mod denne forklaring taler, at Danmark og andre lande regelmæssigt siden 1700-tallet har været hjem søgt af finansielle kriser, og at der er mange fællestræk mellem kriserne. Den første danske bankkrise finder sted i 1740. Finanskrisen, som sætter ind fra 2008, har stor lighed med den krise, der rammer dansk økonomi omkring 1988, og som varer ved til midten af 1990'erne.

Som en anden forklaring på finanskrisen har der været peget på strukturelle forhold i økonomien. For eksempel har finanskrisen været set som en konsekvens af tendensen til »finansialisering« (financialisation), dvs. det fænomen, at finansielle aktiviteter indgår med en større vægt i økonomien. Forklaringen er tvivlsom af flere grunde. Dels er det usikkert, om finansielle aktiviteter øger ustabiliteten i økonomien. Dels er synspunktet ikke i overensstemmelse med de historiske erfaringer, hvor finanskriser som omtalt gennem århundreder har været en tilbagevendende del af både den danske og den internationale markedsøkonomi.

Et tredje synspunkt har været, at finanskrisen skyldes en ekspansiv finanspolitik i årene forud for krisen. Forklaringen har været fremført blandt andre af Nationalbanken og af flere økonomer. Det er synspunktet, at der i årene frem til 2007 føres en ekspansiv finanspolitik, hvilket giver anledning til et stort efterspørgselspres. Ifølge forklaringen er det efterspørgselspresset, som giver anledning til spekulationen og prisstigningerne på fast ejendom. Det er en konsekvens af forklaringen, at et hovedansvar for krisen placeres hos de ansvarlige for finanspolitikken op til 2008, dvs. regeringen under ledelse af Anders Fogh Rasmussen.

Der kan af flere grunde stilles spørgsmål ved denne forklaring om ekspansiv finanspolitik som en hovedårsag til krisen. Dels er det tvivlsomt, i hvilket omfang finanspolitikken rent faktisk er ekspansiv i årene op til krisen. Dels har der som omtalt i Danmark og også i andre lande historisk været et stort antal finanskriser. Mange af disse kriser har fundet sted, før nogen tænkte på at føre finanspolitik. Endelig taler det mod forklaringen, at der i dansk økonomi har været andre perioder med ekspansiv finanspolitik og et stærkt efterspørgselspres – for eksempel 1960'erne og begyndelsen af 1970'erne – hvor der ikke er finanskriser.

Som en fjerde forklaring på krisen har der været lagt vægt på, at der i årene op til krisen sker en omfattende deregulering af den finansielle sektor. Blandt andet sker der en stor reduktion i kravene til finansielle virksomheders kapital. Til støtte for forklaringen fremføres, at der ikke i perioden fra omkring midten

af 1930'erne og frem til begyndelsen af 1980'erne optræder finansielle kriser. I denne periode er der en stram regulering af den finansielle sektor.

Der er også grund til at forholde sig skeptisk over for dette synspunkt om manglende regulering som en hovedårsag til krisen. Det overses, at der også fra begyndelsen af 1860'erne og frem til 1907 i Danmark er en lang periode med meget få sammenbrud i finansielle virksomheder. I denne periode er der kun lidt regulering af finansiell virksomhed. Det overses også, at der i finansielle virksomheder i perioden op til finanskrisen faktisk er stor fokus på risikostyring.

Kort tidshorisont og selvforstærkende forventninger som årsager til krisen

Den foretrukne forklaring på krisen fremlagt i bogen »Danske finansielle kriser siden 2000« er, at økonomiske aktører i deres forventningsdannelse lægger en uforholdsmæssig stor vægt på aktuelle eller nylige begivenheder. Med andre ord: Økonomiske aktører har en kort tidshorisont.



Den foretrukne forklaring på krisen fremlagt i bogen »Danske finansielle kriser siden 2000« er, at økonomiske aktører i deres forventningsdannelse lægger en uforholdsmæssig stor vægt på aktuelle eller nylige begivenheder. Med andre ord: Økonomiske aktører har en kort tidshorisont

Der fremkommer herved følgende forklaring på finanskrisen. Den lave rente kombineret med udbredelsen af rentetilpasningslån medfører i årene forud for krisen, at der bliver lave udgifter ved boligkøb og boligbyggeri samt også lave omkostninger ved finansiering af erhvervsbyggeri. Købere af fast ejendom lægger på grund af den korte tidshorisont en uforholdsmæssig stor vægt på den aktuelle lave rente, og de negligerer derfor muligheden for senere rentestigninger. Priserne på fast ejendom bydes derfor i vejret. Der iværksættes ligeledes et stort byggeri i forventning om, at de høje ejendomspriser vil vare ved. Indførelsen af afdragsfrie lån bidrager yderligere til prisstigningerne, fordi låntagerne på grund af den korte tidshorisont lægger en uforholdsmæssig stor vægt på den lave 1. års-ydelse efter skat. Som omtalt går prisstigningen på fast ejendom i stå, da renten begynder at stige fra december 2005, og det kommer til prisfald. Byggeprojekter bliver urentable og medfører tab.

Det er herudover sandsynligt, at økonomiske aktører har selvforstærkende forventninger, dvs. at prisstigninger og prisfald på aktiver skaber forventninger om yderligere ændringer i samme retning. Prisstigningerne på fast ejendom forud for finanskrisen skaber således en forventning om yderligere prisstigninger. Omvendt skaber prisfaldene fra 2006-2007 en forventning

om yderligere prisfald, hvilket øger problemerne på boligmarkedet og for erhvervsbyggeriet.

To indikatorer peger afgørende i retning af, at de økonomiske aktører har selvforstærkende forventninger. For det første er der i årene før finanskrisen en stor nedgang i udbuddet af boliger. Det faldende boligudbud tyder på, at boligejere holder boliger tilbage fra salg i forventning om yderligere prisstigninger. Da der efter 2006-2007 indtræder en prisnedgang, stiger udbuddet af boliger kraftigt, hvilket tyder på, at boligejere nu kaster boliger på markedet i forventning om yderligere prisfald. For det andet har der gennem en årrække været foretaget undersøgelser, hvor personer direkte er blevet spurgt, om de i en kommende periode på boligmarkedet venter prisstigninger, prisfald eller uændrede priser. Undersøgelserne viser, at andelen af personer med forventninger om prisstigninger er markant højere, når der aktuelt er prisstigninger, mens det omvendte er tilfældet i perioder med prisfald. Personer forventer altså, at prisændringer følges op af yderligere prisændringer i samme retning, dvs. der er selvforstærkende forventninger.

Det er spørgsmålet, hvorfor de finansielle virksomheder går med til at udvide udlånene i perioden op til krisen. Igen er en kort tidshorisont en nærliggende forklaring. Ledelserne i de finansielle virksomheder forventer under opgangstider en fortsættelse af højkonjunkturen og af de høje priser på fast ejendom. De er derfor ikke betænkelige ved at yde lån. Det frister yderligere ledelserne i de finansielle virksomheder, at de ved en udvidelse af lån på kort sigt kan opnå en høj indtjening, mens omkostningerne ved en udlånsstigning i form af tab først viser sig på længere sigt. Endelig har ledelserne i de finansielle virksomheder i perioden forud for finanskrisen tillid til de – ofte indviklede – matematiske modeller, der er blevet udviklet til at forudse fremtidige tab. Ledelserne tror altså, at der er en betryggende risikostyring. Uheldigvis viser det sig efterfølgende, at de matematiske modeller giver forkerte signaler.

Forud for finanskrisen har flere myndigheder til opgave at hindre opbygningen af risici i det finansielle system. Nationalbanken udarbejder således rapporter om den finansielle stabilitet, og Finanstilsynet fører løbende tilsyn med kvaliteten af udlån og med risikostyringen i den finansielle sektor. Myndighederne finder ikke afgørende faresignaler. De forskellige myndigheder kan herved siges at have et medansvar for krisen.

Heller ikke fagøkonomerne i de økonomiske ministerier og i Det Økonomiske Råd er opmærksomme på opbygningen af risiko i det finansielle system. Igen er det sandsynligt, at en kort tidshorisont har gjort sig gældende, dvs. at også fagøkonomer i deres forudsigelser i for høj grad påvirkes af den aktuelle situation.

Krisehåndteringen

Det fremgår af beskrivelsen ovenfor, at myndighederne intervenserer massivt under finanskrisen. For det første griber staten ind med omfattende foranstaltninger for at støtte det finansielle system, nemlig i første række med garantier for pengeinstitutternes forpligtelser (Bankpakke 1) og med indskud af kapital for at afstive de finansielle virksomheders solvens (Bankpakke 2). For det andet sætter Den Europæiske Centralbank (ECB) efter sammenbruddet i investeringsbanken Lehman Brothers ind med store rentesænkninger. Nationalbanken følger efter, dog med en vis forsinkelse, da Danmark i oktober-november 2008 rammes af en valutakrise med kapitaludstrømning. Endelig for det tredje iværksættes der som omtalt i 2009 og 2010 en ekspansiv finanspolitik med store skattenedsættelser. Efter 2010 strammes finanspolitikken dog igen for at bringe budgetunderskuddet under EU's krav om et maksimalt underskud på 3 procent af bruttonationalproduktet.

Efter al sandsynlighed bidrager både de finansielle foranstaltninger samt den ekspansive penge- og finanspolitik til at stabilisere den økonomiske og finansielle situation og derved til at begrænse produktionstabene under krisen. Det er imidlertid spørgsmålet, om interventionen kunne have været tilrettelagt bedre. Den statslige garanti under Bankpakke 1 virker først med en betydelig tidsforsinkelse, hvilket tyder på manglende tillid til de danske politiske beslutningstagere. Det er spørgsmålet, om det ville have været mere effektivt, hvis Nationalbanken alternativt var kommet med en erklæring om ubegrænset likviditetstilførsel til finansielle virksomheder i problemer. Der kan også sættes spørgsmål ved, om det var en god ide at lade kriseramte pengeinstitutter afvikle gennem det statslige selskab Finansiell Stabilitet. Det havde formentlig været mindre omkostningsfyldt at fortsætte det kriseramte institut i en periode, eventuelt med tilførsel af statslig kapital. Først derefter kunne man tage stilling til, hvad der skulle ske med instituttet. Ordningen med afvikling indebar et pres for at få solgt blandt andet erhvervsejendomme, hvilket bidrog til yderligere prisfald og dermed vanskeligheder for andre finansielle virksomheder.



Før krisen var det blevet sat som mål netop at undgå offentlig intervention. Myndighederne fraviger altså allerede fra starten af krisen de tidligere lagte planer

Under finanskrisen var der bred politisk opbakning til den offentlige intervention. For eksempel vedtages Bankpakke 1 og 2 med støtte fra samtlige politiske partier undtagen Enhedslisten. Den offentlige intervention iværksættes, på trods af at der før krisen var lagt andre planer for at håndtere problemer i finansielle virksomheder. Før krisen var det blevet sat som mål netop at undgå offentlig intervention. Myndighederne fraviger altså allerede fra starten af krisen de tidligere lagte planer.

Også tidligere danske finanskriser er i stort omfang blevet imødegået gennem offentlig intervention. Der synes altså blandt de politiske beslutningstagere at være en tilbøjelighed til at anvende offentlig intervention som et middel til at imødegå finanskriser. Flere grunde har formentlig gjort sig gældende. For det første kan offentlig intervention gennemføres hurtigt og forholdsvis enkelt. For eksempel ville det tage tid, hvis der gennem private kilder skulle organiseres en kapitaltilførsel til nødlidende finansvirksomheder. For det andet er der tale om et middel, hvor de positive effekter i form af finansiell stabilitet (herunder redning af indskydere og andre kreditorer) viser sig på kort sigt, mens de negative effekter – i form af højere skatter til dækning af eventuelle udgifter – først viser sig på længere sigt. Det er altså fristende for politiske beslutningstagere med en kort tidshorisont at gribe til offentlig intervention. For det tredje er det spørgsmålet, om de politiske beslutningstagere har den fornødne viljestyrke og indsigt til at modstå krav om intervention, som måtte komme fra den finansielle sektor. Det er svært for politiske beslutningstagere at afslå krav om offentlig intervention, når de konfronteres med det synspunkt, at alternativet vil være et finansielt kollaps, som vil hindre lånemuligheder og eventuelt medføre tab for indskydere og andre, der har placeret i den finansielle sektor.

Konsekvenser af krisen

Økonomiske konsekvenser

Det er hypotetisk, hvordan produktionen ville have udviklet sig, hvis finanskrisen ikke var kommet. Som omtalt er der i årene forud for krisen en højere økonomisk vækst end normalt.



Det samlede produktionstab i perioden 2004-15 anslås til omkring 980 mia. kr

Hvis det antages, at produktionen i hvert af årene 2004-2015 var steget med økonomiens langsigtede vækstrate (skønsmæssigt sat til 1,83 procent svarende til økonomiens vækstrate i 1970-2019), kan det samlede produktionstab i perioden 2004-15 anslås til omkring 980 mia. kr. (opgjort i faste 2010-priser), hvilket svarer til 46 procent af bruttonationalproduktet i 2020. Man mister altså i 2004-15 et beløb, der svarer til omkring halvdelen af produktionen i 2020. Produktionen ville i 2015 have været 12,5 procent højere, end det faktisk er tilfældet. Da der kun i begrænset omfang sker en indhentning af produktionstab efter 2015 – vækstraten i årene 2016-19 ligger med gennemsnitlig 2,8 procent kun lidt over økonomiens langsigtede vækstrate – kan det anslås, at der i hvert af årene 2016-19 er et yderligere produktionstab på 8-11 procent af bruttonationalproduktet i 2020.

I perioden 2008-15 er der samlede tab i den finansielle sektor på 283,5 mia. kr. Tabene kan ses som udtryk for en fejlallokering af ressourcer, idet der igangsættes projekter, som efterfølgende viser sig ikke at være rentable. Ressourcerne kunne formentlig have været anvendt mere rentabelt til andre formål.

Finanskrisen indebærer altså – udover lavere økonomisk vækst – også et stort spild af produktion.

Det er spørgsmålet, om vi har set de endelige økonomiske konsekvenser af finanskrisen. Siden 2008 har centralbankerne fulgt en politik med lave renter. I 2008 begyndte den amerikanske centralbank en politik med store obligationskøb, hvilket har indebåret pengeskabelse og en sænkning af den lange obligationsrente. Den Europæiske Centralbank iværksatte tilsvarende i marts 2015 en politik med store månedlige obligationskøb. En konsekvens af den ekspansive pengepolitik har været nye store prisstigninger på fast ejendom samt stærke stigninger i kurserne på aktier og andre finansielle aktiver, blandt andet obligationer udstedt af virksomheder i udviklingsøkonomier, i første række Kina. Et muligt scenario kunne være et nyt finansielt og økonomisk kollaps, dvs. finanskrisen vender tilbage. Det økonomiske forløb i perioden siden 2015 minder på mange måder om forløbet op til finanskrisen fra 2008, se Østrup (2022).

Strukturændringer i den finansielle sektor

Finanskrisen har medført en markant ændring af strukturen i den danske finansielle sektor. Mange finansvirksomheder afvikles eller fusioneres som et resultat af krisen. Særlig er det gået ud over de mellemstore finansielle virksomheder. Således forsvinder Amagerbanken, FIH Erhvervsbank, Fionia Bank, Forstædernes Bank, Roskilde Bank og Sparbank som et direkte eller indirekte resultat af krisen. Også hovedparten af de små pengeinstitutter forsvinder. Resultatet har været reduceret konkurrence og en koncentration af finansiell styrke og indflydelse på et mindre antal store finansielle koncerner. Der er også konsekvenser for den økonomiske ulighed, idet de lokalt forankrede pengeinstitutter traditionelt har spillet en rolle for udviklingen af lokalsamfundene. Finanskrisen har altså medført en yderligere skævvridning af forholdet mellem land og by.

Politiske og retlige konsekvenser

I flere af de andre europæiske lande har finanskrisen haft store politiske konsekvenser. For eksempel er det politiske system blevet ændret radikalt i Grækenland, Italien og Spanien, hvor der er fremvokset nye politiske partier og bevægelser. Det kan konstateres, at finanskrisen ikke har haft tilsvarende konsekvenser i Danmark. Der har kun været en begrænset diskussion vedrørende Anders Fogh Rasmussens og regeringens økonomiske politik op til krisen. Finanskrisen har heller ikke haft konsekvenser hverken for de implicerede embedsfolk eller for ledelserne i de finansielle virksomheder, som ikke oplever sammenbrud.

De manglende politiske konsekvenser af 2008-finanskrisen står i modsætning til tidligere danske finansielle kriser. Som et eksempel kan nævnes den færøske bankkrise i 1992-93, der skabte konflikt i rigsfællesskabet, og som medførte forhandlinger om færøsk selvstændighed. Krisen i 1920'erne medførte

en omfattende kritik af det kapitalistiske system og bidrog til Socialdemokratiets fremgang.

Der har været et langtrukket retsopgør med ledelserne i flere af de sammenbrudte pengeinstitutter. Retssagerne har været ført af selskabet Finansiell Stabilitet, som har haft det synspunkt, at ledelserne i flere af de sammenbrudte pengeinstitutter har handlet uforsvarligt ved at tage for store risici og derfor har pådraget sig et erstatningsansvar. Ved midten af 2022 var flere af retssagerne endnu ikke afsluttet. Nogle retssager er endt med frifindelse. Retsopgøret i forbindelse med Amagerbanken endte, da den tidligere ledelse valgte at betale erstatning med den begrundelse, at den ikke orkede at bruge mere tid på sagen, der havde medført en stor personlig belastning.

Ændringer i økonomisk tænkning

Finanskrisen har medført afgørende ændringer i økonomisk tænkning. Frem til finanskrisen var det den fremherskende opfattelse blandt økonomer, at individer inden for de givne institutionelle rammer handler rationelt for at maksimere deres forbrugsmuligheder over livstiden, samt at økonomiske aktører i gennemsnit handler ud fra al tilgængelig information. Det følger af tankegangen om rationel handlemåde, at økonomiske aktører i gennemsnit er i stand til at forudsige fremtidige begivenheder.

Antagelsen om rationel handlemåde har haft stærke konsekvenser for synet på økonomisk politik. Hvis økonomiske aktører handler rationelt, er det således ikke nødvendigt med økonomisk regulering, der begrænser deres handlemuligheder. Indgreb i markedsökonomien bør begrænses til at afskaffe eventuelle fejl i markedsmekanismen, der forvrider aktørernes handlemåde. Tankegangen om rationelle økonomiske aktører indebærer også, at der kan sættes spørgsmål ved effektiviteten af en ekspansiv finanspolitik kendetegnet ved budgetunderskud. Budgetunderskud vil indebære en større offentlig gæld, som på et eller andet tidspunkt skal betales af skatteborgerne. Rationelle individer vil imidlertid indse, at de på et eller andet tidspunkt vil komme til at betale for den offentlige gældsætning, og de vil derfor reagere på offentlige budgetunderskud med en tilsvarende stigning i den private opsparring. Frem til finanskrisen var det på denne baggrund den almindelige anbefaling blandt fagøkonomer, at der skulle føres en politik med deregulering og en stram finanspolitik kendetegnet med budgetlige vægt.



Det er svært at forklare jævnligt forekommende finanskriser, hvis der gøres en antagelse om økonomiske aktører, som handler rationelt. Efter finanskrisen synes fagøkonomer derfor i vidt omfang at have opgivet tankegangen

Det er svært at forklare jævnligt forekommende finanskriser, hvis der gøres en antagelse om økonomiske aktører, som handler rationelt. Efter finanskrisen

synes fagøkonomer derfor i vidt omfang at have opgivet tankegangen. Også de politiske beslutningstagere synes i stort omfang at have opgivet tankegangen om deregulering og budgetligevægt.

Som et resultat af den ændrede økonomiske tankegang er der efter finanskrisen sket en ny omfattende skærpelse af reguleringen i den finansielle sektor. Kravene til kapital er blevet hævet markant, og der er indført strammere krav til finansielle virksomheders likvide beholdninger. Synet på finanspolitik er også blevet ændret. Da for eksempel coronakrisen ramte i marts 2020, var der blandt de politiske beslutningstagere bred enighed om at reagere med en ekspansiv politik, og inden for EU blev kravet om budgetligevægt suspenderet. På det hjemlige plan er der sket en ændring i indstillingen til de afdragsfrie realkreditlån. Før finanskrisen havde økonomer overvejende det synspunkt, at det ikke spillede nogen rolle for individens adfærd, på hvilket tidspunkt af et låns løbetid låntagere skulle betale afdrag. Gennem de senere år har Nationalbanken, Finanstilsynet og mange fagøkonomer derimod set begrænsningen af afdragsfrie lån som et middel, der kan begrænse prisstigninger på fast ejendom og skabe større økonomisk stabilitet.

Kan det ske igen?

Det har været argumenteret i artiklen, at finanskrisen i 2008-15 kan forklares ved en kort tidshorisont hos økonomiske aktører. Hvis det er tilfældet, vil vi også fremover opleve finanskriser. Under perioder med højkonjunktur forventer økonomiske aktører, at de gode tider fortsætter, og de vil derfor igangsætte risikobetonede erhvervsprojekter og byde priser på fast ejendom og finansielle aktiver i vejret. I tillid til højkonjunkturen vil finansielle virksomheder være villige til at finansiere projekterne og låne ud til investeringer i værdipapirer. Konsekvensen vil blive tab, når nedgangen kommer. Det følger, at finansielle kriser er et tilbagevendende fænomen. Individet vil hurtigt glemme læringen fra tidligere kriser.

Referencer

Udvalget om finanskrisens årsager (2013), *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, København: Erhvervs- og Vækstministeriet.

Østrup, Finn (2021), *Danske finansielle kriser siden 2000*, København: Karnov Group.

Østrup, Finn (2022), »Finanskrisen: Er vi der igen?«, *finans/invest*, 1, s. 10-5.