

Finansielle kriser i historisk og kulturelt perspektiv

Kraka seminar den 27. maj 2013

Professor Per H. Hansen

Center for Business History

Department of Management, Politics and Philosophy

CBS

Finanssektoren: Herre eller tjener?

1920

Bankdirektør Emil Glückstadt

Landmandsbanken

Holmens Kanal

2001

Bankdirektør Peter Straarup

Danske Bank

Holmens Kanal

Mit hovedargument

- Konteksten: Finanssektoren som herre eller tjener?
- Bobler er (også) kulturelle fænomener
- Fortællinger og sense making driver ”boom and bust”
- Fortællinger konkurrerer om at forklare boom/bust
- Den dominerende fortælling afgør respons
- Fortællinger handler om magt
- Den sande fortælling findes ikke

Og nej, jeg siger ikke, at økonomiske incitament er ligegyldige, men

- De skal tillægges betydning, før de virker
- Konteksten afgør, hvilke betydninger vi tillægger
- Derfor er økonomi også en kulturel proces
- Under og efter kriser stærkt behov for sense-making

Sense-making anno 1931

"Conditions are perplexing, abnormal and beyond understanding."

Brev af 20/4 1931 fra Montagu Norman, Bank of England til George Harrison, NY-FED

"This, I think, is it. ... it may well bring down the whole house of cards in which we have been living."

Bank of England leder i telefonen til Sir Frederick Leith-Ross den 11. maj 1931 om krisen i Østrig

To grund-fortællinger om finanskriser

- Fisher, Minsky, Kindleberger, Revell
- Boble og konjunkturcykel relateret, **uligevægt**
- Statsintervention og regulering nødvendig
- Keynes, "animal spirits", Shiller, "social epidemic"

- Monetarister, Friedman & Schwartz
- Økonomien skaber selv **ligevægt**
- Statsindgreb og centralbanker er problemet
- "Modern Finance" som grundlag, EMH, CAPM

- Og en tredje, østrigsk version (Hayek/van Mises)

Kontekst, 1850-2013 – pendul

- Liberalisme, globalisering 1.0, 1870-1931
 - Sparekasselov 1880, A/S lov 1917, banklov 1919
 - Finanskapitalisme, finansmanden
- Keynesianisme, velfærdsstat, 1945-1970'erne
 - Banklov 1930, sparekasselov 1930, 1937
 - Segmentering, interessekonflikter, EK, likviditet
 - Politikeren som helt, borgeren, stakeholder value fokus
- Ny-liberalisme, globalisering 2.0, konkurrencestat, 1980-201?
 - Bank og Sparekasselov 1975, sparekasser som A/S 1988, Basel
 - Financialization, lederen, finansmanden, forbruger/investor
 - Shareholder value fokus

Bankkriser i Danmark

- 1857 → selvregulering
- 1876-78 → sparekasselov af 1880
- 1907-08 → banklov af 1919
- 1920'erne → banklov af 1930 (Glass Steagall)

- 1933-1980'erne → ingen bankkriser
- 1970'erne → deregulering

- 1990 → Basel, Basel II
- 2008 → Basel III etc. etc.

Kontekst, 1850-2013 – pendul

- **Liberalisme, globalisering 1.0, 1870-1931**
 - **Sparekasselov 1880, A/S lov 1917, banklov 1919**
 - **Finanskapitalisme, finansmanden**
- Keynesianisme, velfærdsstat, 1945-1970'erne
 - Banklov 1930, sparekasselov 1930, 1937
 - Segmentering, interessekonflikter, kontrol
 - Politikerer som helt, borgeren, stakeholder value fokus
- Ny-liberalisme, globalisering 2.0, konkurrencestat, 1980-201?
 - Bank og Sparekasselov 1975, sparekasser som A/S 1988, Basel
 - Financialization, lederen, finansmanden, forbruger/investor
 - Shareholder value fokus

Tjener: Joseph Schumpeter, 1912

Herre: Rudolf Hilferding, 1910

Lorentz Bierfreund, 1875

Mellem stakeholder og shareholder value

”[Fyens Disconto Kasse har] den opgave - naturligvis ved siden af at tjene penge - at lette pengeomsætningen og fremme handel og industri i provinsen, og spørger jeg, om Fyens Disconto Kasse har løst denne del af sine opgave, tror jeg ingen vil kunne nægte, at det har den.”

Professor og MF Lauritz V. Birck, 1919

”Banken bliver brændpunktet for højfinansens aktion og magtfylde ... Gennem banken kæmper højfinansens om den økonomiske magt over nationen, ja om den politiske magt. Bankverdenen er blevet det tredje ting ...”

Emil Glückstadt og Landmandsbanken

Første Verdenskrig Boblen - Spekulation

A L F R E D H O R W I T Z

MINUT-MILLIONÆRER

ØKONOMISKE TIDSBILLEDER
FRA KRIGS- OG EFTERKRIGSAARENE



LEVIN & MUNKSGAARD
KØBENHAVN - MCMXXIII

Professor Per H. Hansen, Department of
Management, Politics and Philosophy, CBS

Minutmillionærer

”Der spilles overalt og med alt! Der spilles på Fælleden, på trav- og galopbanen, på kunst-auktionerne, med landejendomme – på Børsen! Hvad sidstnævnte angår, er der vist ikke mange, der mere tænker på, at Børsen en gang var og aldrig burde være blevet andet end handelslivets centrum, pengemarkedets hjertekammer, hvis pulsslag satte erhvervslivets organisme i gang. ... Denne hang til at tjene så meget som muligt i den kortest tænkelige tid og helst uden at bestille noget, er det, som har skabt den betegnelse, der står over disse linier [minut-millionærer].” (Alfred Horwitz, 1917)

Tre fortællinger om Landmandsbankens krak

1. Finans- og pengepolitikken (Axel Nielsen)
 2. Grådige bankfolk (Bankkommissionen)
 3. Systemfejl, kapitalismen (Socialdemokratiet)
- Med meget forskellige implikationer
 - Bankloven af 1930: Egenkapital, likviditet, gennemsigtighed, interessekonflikter, enkelt-engagementer, aktie-portefølje

Kontekst, 1850-2013 – pendul

- Liberalisme, globalisering 1.0, 1870-1931
 - Sparekasselov 1880, A/S lov 1917, banklov 1919
 - Finanskapitalisme, finansmanden
- **Keynesianisme, velfærdsstat, 1945-1970'erne**
 - **Banklov 1930, sparekasselov 1930, 1937**
 - **Segmentering, interessekonflikter, kontrol**
 - **Politikeren som helt, borgeren, stakeholder value fokus**
- Ny-liberalisme, globalisering 2.0, konkurrencestat, 1980-201?
 - Bank og Sparekasselov 1975, sparekasser som A/S 1988, Basel
 - Financialization, lederen, finansmanden, forbruger/investor
 - Shareholder value fokus

Ind i og ud af depressionen

Finansmandens og universalbankens død

Efter krigen - på fode igen

Velfærdssamfund og blandingsøkonomi

Kontekst, 1850-2013 – pendul

- Liberalisme, globalisering 1.0, 1870-1931
 - Sparekasselov 1880, A/S lov 1917, banklov 1919
 - Finanskapitalisme, finansmanden
- Keynesianisme, velfærdsstat, 1945-1970'erne
 - Banklov 1930, sparekasselov 1930, 1937
 - Segmentering, interessekonflikter, kontrol
 - Politikeren som helt, borgeren, stakeholder value fokus
- **Ny-liberalisme, globalisering 2.0, konkurrencestat, 1980-201?**
 - **Bank og Sparekasselov 1975, sparekasser A/S 1988, Basel**
 - **Financialization, lederen, finansmanden, forbruger/investor**
 - **Shareholder value fokus**

Stagflation, deregulating, globalisering

En ny fortælling

If it is true that we live now in an economic age, and that the new master narrative has abandoned the social for the economic, then finance is the master of this master narrative.

(Alex Preda, Framing Finance, 2009)

From the USA (with love?)

"Mange af de ting, jeg blev skældt ud for dengang, sker uden tøven i dansk erhvervsliv i dag med eksempelvis kapitalfonde og forskellige fjendtlige overtagelser. Bare man nævnte ordet overtagelse dengang, blev folk jo helt paniske,"

Professor Per H. Hansen, Department of
Management, Politics and Philosophy, CBS

<http://www.business.dk/navne/villum-jeg-blev-preset-ud-af-danmark>

Nye helte, en ny fortælling, en ny æra

Globalisering og ”Financialization”

Efficiente markeder og rationelle aktører?

”Financialization” – tilbage til fortiden?

- Deregulering, lobbyisme
- Finanssektorens størrelse og rolle (herre/tjener)
- Kulturelt skift, værdier, fortællinger, ”New Era”
- Fra borger til forbruger og investor
- Fokus på ”shareholder value”, kort sigt, ”the deal”
- Asymmetrisk incitamentsstruktur (risiko vs kontrol)
- Risikostyring vs kreditvurdering (modeller)

Enron: ét råddent æble eller financialization?

Finanskrisen: nogle få skurke eller...

<http://www.nytimes.com/2010/01/14/business/14panel.html>

Professor Per H. Hansen, Department of
Management, Politics and Philosophy, CBS

Efter finanskrisen 2007-09

Tre fortællinger

- Finans- og pengepolitik → mindre stat
- Bankerne er for store og grådige → mere stat
- Mere kompliceret blanding af kulturelle, sociale, politiske og økonomiske problemer

Min konklusion

Ny æra tankegang

- "New Era" 1920'erne → Wall Street krakket
- "The New Economy" → dot.com krakket
- "The Great Moderation" → Finanskrisen

- "Framing", fortællinger → gruppetænkning
- "This time is different" ... or not

Ny æra tankegang

- Professor Irving Fisher, Yale University, NYT 16. oktober 1929:
"Stock prices have reached what looks like a permanently high plateau."
- Professor Robert Lucas, Chicago University, 2003:
"The central problem of depression-prevention has been solved."
- Bankdirektør Peter Straarup, 2006:
"Den rating af låneporteføljens kvalitet, som de fleste institutter i dag anvender, vil betyde, at der på et langt tidligere tidspunkt gives signal om, at der er begyndt at være skred i debitorernes evne til at betale tilbage. Og ... institutterne er blevet langt bedre til at igangsætte handlingsplaner for engagementer, som viser svaghedstegn."

Professor Per H. Hansen, Department of Management, Politics and Philosophy, CBS

Måske kan man sige at ...

- Finanskriser integreret del af økonomien og kulturen
- Risiko og omfang øges med deregulering, globalisering
- Asymmetri mellem risiko vs kontrol, interessekonflikter
- Pendul mellem liberalisme og intervention

- Problematisk økonomisk og finansiel teori, modeller
- Finansielle institutioner bliver for store og forbundne
- Ny æra tankegang, irrationelle investorer
- "Cognitive regulatory capture", "group-think"

Hvad stiller vi op?

- Historisk er der sammenhæng mellem finansiel liberalisering og finanskriser
- Historisk regulering har fokuseret på egenkapital, likviditet, interessekonflikter, enkeltengagementer og transparens
- Sprog/fortællinger, kultur væsentlig faktor i finanskriser
- Det er for farligt at overlade forskning i finanskriser til økonomer

Tak for opmærksomheden ...

1920

Bankdirektør Emil Glückstadt

Landmandsbanken

Holmens Kanal

2001

Bankdirektør Peter Straarup

Danske Bank

Holmens Kanal

Professor Per H. Hansen, Department of
Management, Politics and Philosophy, CBS