

# CEPOS NOTAT:

## VÆKST, REGULERING OG DEN FINANSIELLE SEKTOR

09-04-2021

AF LARS CHRISTENSEN MARKETS & MONEY ADVISORY | KONTAKTPERSON:  
ANALYSECHEF I CEPOS OTTO BRØNS-PETERSEN (20 92 84 40)

Dette notat er den første i række notater, der ser på sammenhængen mellem den finansielle sektor, regulering og velstandsskabelse<sup>1</sup>.

- Alle borgere kommer livet igennem i kontakt med den finansielle sektor – fra børneopsparring og boliglån til pensionsopsparingen, og det er umuligt at forstille sig en velfungerende markedsøkonomi uden en velfungerende finansiell sektor.
- Den finansielle sektor spiller en kernerolle i forhold til såkaldt finansiell-intermediation, betalingsformidling. Likviditetsfrembringelsen og endelige i vurdering, prisfastsættelse og allokering af finansiell risiko.
- En ofte overset rolle for den finansielle sektor er sektorens betydning for velstandsskabelsen og den økonomiske vækst. Den meget omfattende forskning på området viser imidlertid, at der er en tæt sammenhæng mellem størrelsen af den finansielle sektor og den økonomiske velstand.
- En af de kanaler, hvor igennem den finansielle sektor bidrager til velstandsskabelsen er betalingsformidling. Beregninger i denne rapport indikerer, at danskerne i gennemsnit har en årlig gevinst alene fra forberedt betalingsformidling på mindst 8-10.000 kr. per dansker per år.
- En anden væsentlig kanal til velstandsskabelsen er, at den finansielle sektor spiller en kernerolle i forhold til at frembringe likviditet og kapital til iværksættere, og her er det særlig vigtigt, at ejendomsretten er veletableret og veldefineret.
- En god rammeloavgivning er afgørende for en velfungerende finansiell sektor. Men modsat kan fejlagtig regulering give anledning til for stor risikotagning. Samtidig kan fejlagtig regulering hæmme væksten, hvis den mindsker de finansielle virksomheders muligheder for at udfylde deres gavnlige rolle i samfundsøkonomien i forhold til finansiell-intermediation, betalingsformidling og likviditetsskabelse.
- Reguleringen af især banksektoren er vokset markant siden finanskrisen.

<sup>1</sup> Dette notat er forfattet af uafhængig økonom Lars Christensen, der er stifter og indehaver af rådgivningsvirksomheden Markets & Money Advisory og er research associate ved Center for Corporate Governance ved Copenhagen Business School.

## INGEN MODERNE ØKONOMI UDEN EN FINANSIEL SEKTOR

Den finansielle sektor spiller en helt central rolle i alle danskeres liv.

Det kan bedst illustreres ved at tænke på, hvordan vi igennem livet – fra vugge til grav – kommer i kontakt med den finansielle sektor.

Forældre og bedsteforældre opretter ofte en børneopsparing til deres børn og børnebørn; når børnene får deres første fritidsjob, indbetales lønnen på en konto i en bank og så videre. Stort set ingen danskere kommer igennem livet uden at have en bankkonto – til at modtage lønindbetalinger, til at spare op eller til at modtage sociale ydelser. Det er også via bankkontoen, man typisk får sine betalingskort – både Dankort og kreditkort (f.eks. MasterCard) samt fx MobilePay, og i dag er det sådan, at langt de fleste danskeres betalinger foretages med dankort, kreditkort eller andre elektroniske betalinger snarere end med sedler og mønter. Dermed står den finansielle sektor i høj grad for at levere betalingsformidling – en helt central rolle i en moderne markedsøkonomi.

Opsparing sker ikke alene på bankkonti. Langt størstedelen af danskernes formue er opsparet i private pensionsordninger (typisk arbejdsmarkedspensioner) og i mursten.

I takt med at de private arbejdsmarkedspensioner er blevet opbygget siden midten af 1980'erne, er pensionskasserne blevet en uhyre vigtig og stor spiller i den danske finansielle sektor.

Således udgør den finansielle sektor ikke blot bankerne men også pensionskasserne, kapitalfonde, investeringsselskaber samt forsikringsselskaberne.

Mens danskerne i høj grad sparer op i pensionskasserne, så sparer de også op ved at afdrage på deres husgæld. Her spiller realkreditsektoren en uhyre vigtig rolle – både i forhold til at sikre, at danskerne kan finansiere deres boligkøb og til at facilitere opsparing.

Det er således fuldstændig klart, at den finansielle sektor spiller en meget væsentlig rolle i langt de fleste danskeres liv – hvad enten det er børneopsparing, investering, boliglån, pensionsopsparing eller betalingsformidling.

Givet den finansielle sektors afgørende rolle i samfundsøkonomien er det naturligt, at der er en betydelig politisk opmærksomhed på sektoren og på politisk at skabe rammevilkår og regulering, der sikrer en velfungerende og stabil finansiell sektor.

Den finansielle sektor er vigtig for velstandsskabelsen, og så er det også nødvendigt med en god rammelovgivning for den finansielle sektor, men det er i mindre grad klart, *hvor* meget den finansielle sektor betyder for væksten, og *hvor meget* eller *hvor lidt* regulering af den finansielle sektor der er behov for.

I dette notat og i en række følgende analyser vil vi forsøge at besvare disse spørgsmål. Fokus vil således især være på sammenhængen mellem den finansielle sektor, regulering og vækst. I dette første notat ser vi på den finansielle sektor, regulering og væksten fra et helikopterperspektiv, og i de kommende analyser dykker vi dybere ned i de enkelte delsektorer i den finansielle sektor.

## DEN FINANSIELLE SEKTORS FIRE KERNEOPGAVER

Overordnet set varetager de finansielle virksomheder – banker, realkreditinstitutter, forsikringselskaber og pensionskasser – fire kerneopgaver.

For det *første* bidrager de finansielle virksomheder, hvad enten det er banker og realkreditinstitutter eller pensionskasse med det, der i fagsprog hedder "*finansiell-intermediation*" – altså basalt set at sikre, at der skabes kontakt mellem dem, virksomheder og husholdninger, der ønsker at spare op, og dem, der ønsker at investere.

Når man i sine erhvervsaktive år arbejder og sparer op, så sker det blandt andet ved, at man indbetaler penge på en pensionsopsparing, sætter pengene i banken eller investerer dem igennem sin bank i f.eks. aktier eller obligationer. Dermed fungerer banker og pensionskasser som bindeled mellem opsparende, og dem, der har behov for kapital.

Hvis der ikke eksisterede banker og pensionskasser, så ville man i princippet ikke kunne spare op på anden måde end, man selv skulle ud at finde en modpart, der ønskede det modsatte af at spare op. Det ville i praksis umuliggøre langt det meste opsparing. Og uden opsparing ingen investeringer, og uden investeringer ingen velstandsskabelse. Skal produktiviteten vokse over tid, er stigende investeringer en vigtig kilde.

For det andet spiller især bankerne en central rolle inden for *betalingsformidling*. I Danmark er det Nationalbanken, der står for produktionen af sedler og mønter.

I dag foregår betalingen af de fleste varer og serviceydelser imidlertid elektronisk – enten med Dankort og kreditkort, med MobilePay eller med andre mobilebaserede betalingssystemer eller gennem elektroniske overførsler f.eks. via Betalingservice. Man kunne naturligvis godt forestille sig, at alle betalinger foregik alene med fysiske mønter og sedler, men det ville voldsomt forøge omkostningerne ved at foretage nogen som helst form for økonomiske transaktioner.

De finansielle virksomheders rolle i betalingsformidlingen reducerer altså markant transaktionsomkostningerne ved at handle varer med hinanden, hvilket er fundamentet for arbejdsdeling – at vi producerer det, som vi er relativt bedst.

Dermed betyder bankernes "produktion" af betalingsmidler, at produktiviteten er markant højere end den ellers ville have været. Uden betalingsformidling ingen arbejdsdeling og dermed ingen velstandsfremgang. Mere om det nedenfor.

For det *tredje* spiller de finansielle virksomheder en markant rolle i *likviditetsfrembringelsen*. Den gennemsnitlige husholdning har ikke sin formue opbevaret i en sparegris, men derimod typisk i finansielle aktiver og i ejerboligen.

Det betyder også, at når man f.eks. skal sætte sit køkken i stand, så er det ikke givet, at man har likviditet (kontanter og indskud i banken) til at betale det, da man netop typisk har en stor del af sin formue opsparet i "murstenene". Realkreditinstitutter og banker kan lave mursten om til kontanter gennem udlån. Så uden realkreditinstitutter væsentligt færre nye køkkener.

For det fjerde spiller finansielle virksomheder en central rolle i vurderingen, *prisfastsættelsen og allokeringen af risiko*. Det er således en central opgave for f.eks. en banks kreditafdeling at vurdere om en kunde vil kunne tilbagebetale et lån eller ej. De finansielle markeder spiller en tilsvarende rolle. Samtidig fordeler banker og finansielle markeder risikoen til dem, der er mest risikovillige og i stand til at bære den. Det muliggør projekter, som ellers ville være for risikable for iværksætterne at bære selv.

Hvis vi i stedet forestillede os, at der var én statslig fastsat rente, som alle ville kunne låne til, så ville det betyde, at alle risikofyldte projekter ville få tilført for meget kapital, mens ikke risikofyldte projekter ville få tilført for lidt kapital, hvilket oplagt ikke er en optimal samfundsmæssig fordeling af kapitalen i økonomien.

### ØKONOMISK VÆKST OG DEN FINANSIELLE SEKTORS STØRRELSE

At den finansielle sektor spiller en afgørende rolle i en moderne samfundsøkonomi, er uden for enhver diskussion, men økonomer har længe diskuteret, *hvor vigtig den finansielle sektor er for væksten og velstandsskabelsen*.

Overordnet set kan vi sige, at der er tre skoler i forhold til dette spørgsmål.

For det første det synspunkt at den finansielle sektor ganske enkelt er en forudsætning for vækst, dette kan vi kalde det schumpeterske syn efter den østrigske Joseph A. Schumpeter, der allerede i 1911 i sin bog "*Theorie der wirtschaflichen Entwicklung*" (Schumpeter, 1911/1934) beskrev den økonomiske udvikling, og den positive sammenhæng mellem vækst og den finansielle sektor.

Et synspunkt, der blandt er blevet videreudviklet og underbygget af den amerikanske økonom Ross Levine. Nedenfor vil vi diskutere Levines bidrag til dette spørgsmål yderligere.

For det andet det synspunkt at den finansielle sektors størrelse ganske enkelt blot er et resultat af væksten snarere end en forudsætning for væksten. Vi kan kalde dette det *robinsonske syn*.

Dette synspunkt er opkaldt efter den britiske økonom Joan Robinson, der argumenterede for at "*where enterprise leads finance follows*" – altså, at når økonomien bliver mere udviklet, så vokser den finansielle sektor blot parallelt med økonomien, men den finansielle sektor bidrager ikke i sig selv til væksten (Robinson 1952).

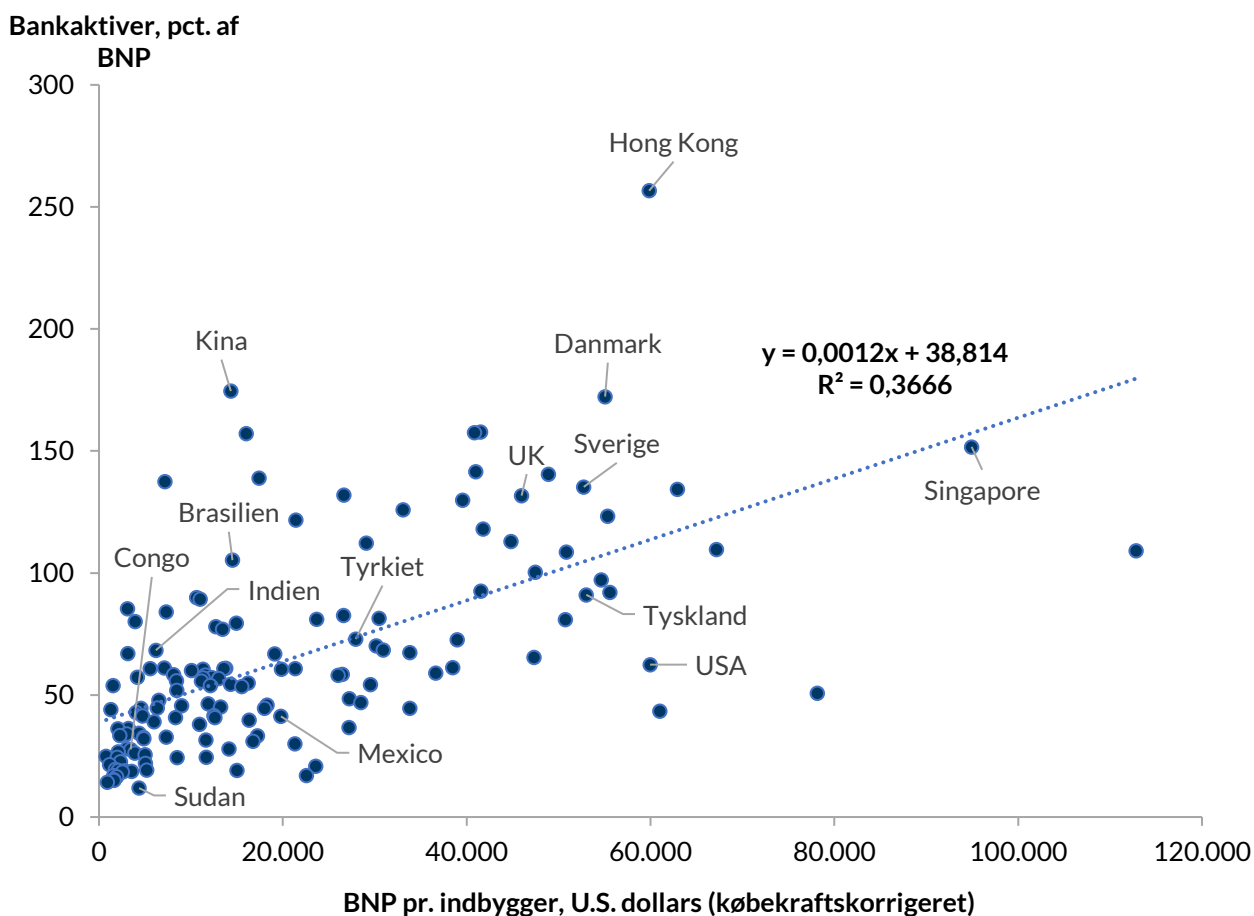
Nobelprisvinder i økonomi Robert Lucas har fremført et tilsvarende synspunkt nemlig, at det der er afgørende for væksten, er opsparingen og dermed investeringsomfanget og ikke, hvordan eller hvem, der formidler kapitalen mellem dem, der sparer op, og dem der investerer (Lucas 1988). Og endelig for det tredje det syn at en større finansiel sektor ganske enkelt er skadelig for væksten. Dette er den såkaldte "Too-much-finance"-hypotese (Berkes og Panizza 2012).

Denne hypotese har især fået en renæssance siden krisen i 2008-9, men det skal dog ikke tolkes som om, at der blandt økonomer er en *generel* opfattelse af, at den finansielle sektor er negativ for væksten, men derimod blot, at der er argumenter for, at der under visse omstændigheder kan argumenteres for, at den finansielle sektor kan blive for stor.

Det skal dog understreges, at disse tre synspunkter ikke nødvendigvis er i direkte modstrid med hinanden.

Således kan man jo udmærket tænke sig, at f.eks. bankernes låneformidling øger væksten og innovationen, men også at aktive finansielle aktiviteter kan føre til for stor risikotagning, der kan have en negativ effekt på væksten.

Det handler ikke nødvendigvis kun om, den finansielle sektors størrelse, men om hvilke aktiviteter, den finansielle sektor udfører.



Hvis vi ser på sammenhængen mellem den finansielle sektors størrelse – her målt ved bankernes aktivers størrelse som andel af BNP – og BNP per indbygger, så kan vi se, at der er en ganske tæt sammenhæng.

Landene med en stor finansiell sektor som andel af den samlede økonomi – lande som f.eks. Danmark, Storbritannien og Hong Kong – tenderer også til at være mere velstående.

Samtidig har udviklingslande som Sudan og Congo meget små finansielle sektorer. Indimellem ligger mellemkomstlande som Tyrkiet, Mexico og Brasilien.

Det skal dog understreges, at der er visse måleproblemer, der gør, at man skal være varsom med at fortolke på et enkelte lands placering i grafen.

Således er det sådan, at vi i Europa har en tradition for bankfinansiering af erhvervslivet, mens man f.eks. i USA har en større tradition for, at virksomhederne finansierer sig via aktiemarkedet. Dette ser vi tydeligt i grafen ovenfor ved at USA ser ud til at have en meget lille banksektor relativt til BNP i forhold til andre højindkomstlande. Men det betyder ikke, at den samlede finansielle sektor er lille i USA. Det er vigtigt også at tage hensyn til aktiemarkedets størrelse.

Således er størrelsen på det samlede amerikanske aktiemarked omkring 160-170% af BNP. Det er omkring 50 procentpoint mere end i Danmark og mere end 100 point større end i Tyskland – begge lande hvor man i langt højere grad har en tradition for bankfinansiering af erhvervslivets investeringer.

Det skal samtidig understreges, at flere virksomheder i Danmark er fondsejede og privatejede, mens der altså i f.eks. USA ikke kun er et stort aktiemarked men også et langt mere udbygget marked for erhvervsobligationer end det er tilfældet i Danmark og resten af Europa. Dette betyder, at en del af de opgaver, der løses af bankerne i f.eks. Danmark og Tyskland i USA snarere løses igennem kapitalmarkederne. Om det ene er at foretrække frem for det andet, er der dog ikke nødvendigvis klare argumenter for.

Andre faktorer såsom omfanget af private pensionsordninger, indretningen af realkreditsystemet og den offentlige sektors størrelse kan også forklare en del af variationen i banksektorens størrelse fra land til land.

Men til trods for disse udfordringer i forhold til, hvordan vi måler den finansielle sektors størrelse som andel af økonomien, så synes det ganske klart, at rigere lande har forholdsmæssigt større finansielle sektorer end mindre udviklede økonomier.

Korrelation er dog som bekendt ikke kausalitet, og vi kan derfor ikke umiddelbart konkludere, at det er en stor finansiell sektor, der gør rige lande rige.

Modsat så kan vi ikke finde eksempler på højindkomstlande, der har en lille finansiell sektor.

Vi kan dog finde det modsatte – nemlig relativt fattigere lande, der har en overraskende stor banksektor. Her falder især Kina i øjnene, hvor bankernes aktiver som andel af BNP er på niveau med Danmark, men hvor BNP per indbygger er markant lavere.

Selvom det er oplagt, at der her er visse målproblemer, f.eks. det faktum, at de kinesiske private kapitalmarkeder er relativt underudviklede, så kunne Kinas placering i grafen (en relativ stor banksektor, men relativt lavere BNP per indbygger) godt være et eksempel på 'too much finance'-hypotesen – nemlig, at den finansielle sektor i Kina ganske enkelt har vokset sig for stor i forhold til økonomien.

I den forbindelse skal det naturligvis bemærkes, at en betydelig del af den kinesiske banksektor er statsejet, og at myndighederne aktivt bruger bankernes udlånsaktiviteter til at forsøge at styre konjunkturudviklingen.

Dette skaber åbenlyst såkaldte 'moral hazard'-problemer, hvor der er en risiko for stor risikotagning fra de statsejede bankers side. Nedenfor diskuteres sådanne problemstillinger i forhold til reguleringen af den finansielle sektor.

Til trods for at vi givetvis kan påvise, at den finansielle sektor kan blive for stor i visse lande, såsom Kina, så er det svært at komme uden om det faktum, som den økonomiske forskning for længst har vist, at 'finance matters' – altså, at en velfungerende og veludviklet finansiell sektor er endog meget vigtig for væksten.

Eller som den amerikanske nobelprisvinder i økonomi Merton Miller (1998) har udtrykt det "*that financial markets contribute to economic growth is a proposition almost too obvious for serious discussion.*"

Nedenfor diskuterer vi, hvordan den finansielle sektor bidrager til væksten.

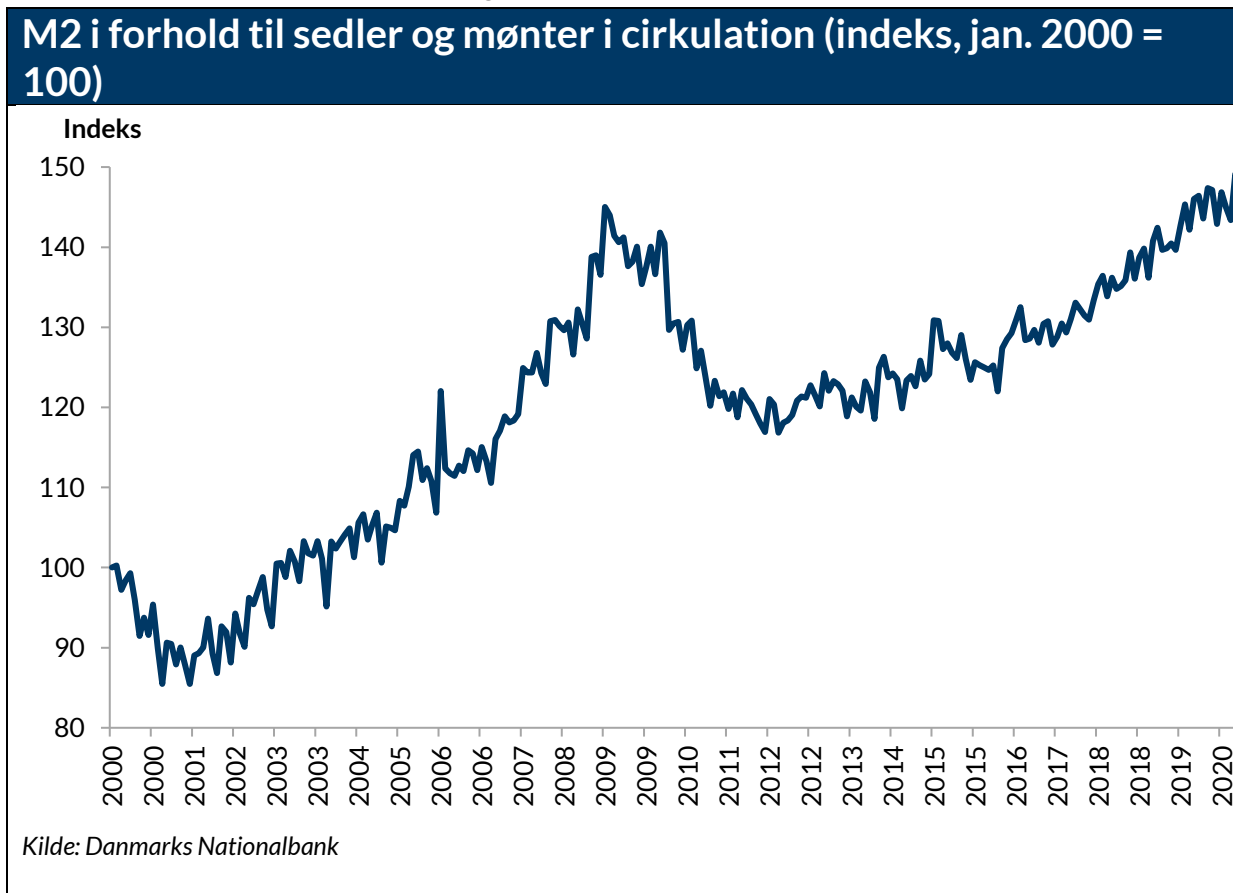
### DEN FINANSIELLE SEKTOR OG VÆKST-KANALERNE

Over de sidste 30 år har en række empiriske økonomiske studier påvist en række forskellige kanaler, hvorigennem den finansielle sektor påvirker den langsigtede økonomiske vækst positivt. Det gælder de kanaler, der i høj grad er relateret til de kerneopgaver, som den finansielle sektor varetager, som blev diskuteret ovenfor – betalingsformidling, "finansiell-intermediation", likviditetsfrembringelsen og vurderingen, prisfastsættelsen og allokeringen af risiko.

I forhold til betalingsformidling knytter effekten på væksten sig primært an til en mere effektiv tidsanvendelse – man sparer tid og dermed økonomiske ressourcer, der dermed kan anvendes mere produktivt. Dermed er effekterne af en effektiv betalingsformidling i et vist omfang indirekte. Den tid, som husholdninger og virksomheder sparer ved en mere effektiv betalingsformidling, kan enten omsættes til anden produktion – forenklet sagt så kan den tid, der spares ved at stå i kø i banken, på posthuset eller i supermarkedet, i stedet bruges på at arbejde - eller på at holde fri. Mere fritid har også en værdi, selv om det ikke indgår i det formelle nationalregnskab. En måde at anslå det på er at se på, hvor stor en del af den samlede cirkulerede pengemængde, der udgøres af fysiske sedler og mønter i forhold til den samlede pengemængde.

Hvis den samlede pengemængde vokser i forhold til sedler og mønter, der er i cirkulation i økonomien, så må det afspejle en vækst i den private betalingsformidling.

Grafen nedenfor viser denne udvikling.



I løbet af de sidste 20 år er den private 'produktion' af betalingsmidler steget med næsten 50% i forhold til seddel og mønt-mængden svarende til godt 2% om året.

Det indikerer en vækst i den finansielle sektors 'produktion' af betalingsformidling, der har været i overkanten af den samlede vækst i dansk økonomi i samme periode.

En anden måde at illustrere det på er, at hvis man f.eks. antager at man for 20 år siden brugte fem timer om måneden på at betale regninger (stå i kø i butikker, på posthuset, i banken etc.), så betyder den produktivitetsfremgang, som vi har de sidste 20 år i betalingsformidlingen, at vi i dag kun bruger lidt over tre timer om måneden. Altså en tidsmæssig gevinst på to timer om måneden.

Dette er naturligvis en illustration, men en opgørelse fra Rockwoolfonden (Bonke og Christensen, 2018) over danskernes tidsforbrug på "Læge, bank, frisør, mv." per uge er omkring 1,2-1,3 timer om ugen. Hvis halvdelen af denne tid bruges på "bank"-betalinger, så svarede de nogenlunde til ovenstående estimat af tidsforbruget på betalinger per måned.

I gennemsnit arbejder en dansker omkring 135 timer om måneder, så en tidsbesparelse på to timer svarer til omkring 1½-2% af den samlede arbejdstid – svarende til en gevinst per dansker på 8-10.000 kr. om året, hvis vi tager udgangspunkt i BNP per indbygger.



Dette er naturligvis en illustrativ "back-of-an-envelope"-beregning, men det illustrerer ikke desto mindre, at de fremgange, der er gjort i forhold til den finansielle sektors udbud af betalingsformidling, har givet et ikke ubetydeligt bidrag til de danske husholdningers velstand.

Det er næppe et helt urimeligt skøn for, hvor meget den årlige gevinst har været de sidste 20 år i produktivitet fremgangen i privat betalingsformidling som følge af produkt- og teknologisk udvikling i den finansielle sektor.

### DEN FINANSIELLE SEKTOR SOM IVÆRKSÆTTERNES FORNEMMESTE HJÆLPERE

Den østrigske økonom Joseph Schumpeter beskrev, hvad der på engelsk kaldes *the entrepreneur og entrepreneurship* – altså det vi på moderne dansk ofte kalder iværksættere og iværksætteri – som helt centralt for vækstprocessen i en kapitalistisk økonomi. *Entrepreneurship* dækker dog over nye aktiviteter, hvad enten de finder sted i små, nye eller store, etablerede virksomheder. Hos Schumpeter er det iværksætterne, der kommer op med de nye ideer. Det er iværksætterne, der skaber nye produkter og services. Det er dermed også iværksætterne, der er drivkræften bag innovation og teknologisk udvikling og dermed vækst og velstandsfremgang.

Men som diskuteret ovenfor, så mente Schumpeter også, at den finansielle sektor spiller en afgørende rolle i forhold til at sikre, at iværksætterne har kapital og likviditet at arbejde med.

Med andre ord, så ser Schumpeter det som de finansielle institutioners fornemteste opgave at frembringe den kapital, som iværksætterne skal bruge, når de skaber og innoverer.

Hvor meget dette rent faktisk betyder for væksten, er primært et empirisk spørgsmål, som vi vil se nærmere på nedenfor, men først er det vigtigt, at forstå, hvilke betingelser der er for at "binde" de finansielle virksomheder og iværksætterne sammen.

Og her kan den peruvianske økonom Hernando de Soto hjælpe os.

I sin bog *The Mystery of Capital* (2000) beskriver de Soto udviklingen i en række udviklingslande, hvor tilvejebringelsen af kapital er fuldstændig afgørende for innovation.

Konkret er de Sotos tese, at i lande, hvor ejendomsretten ikke er veletableret, kan iværksættere ikke bruge den jord, de bor på, som sikkerhed for at få et lån i banken.

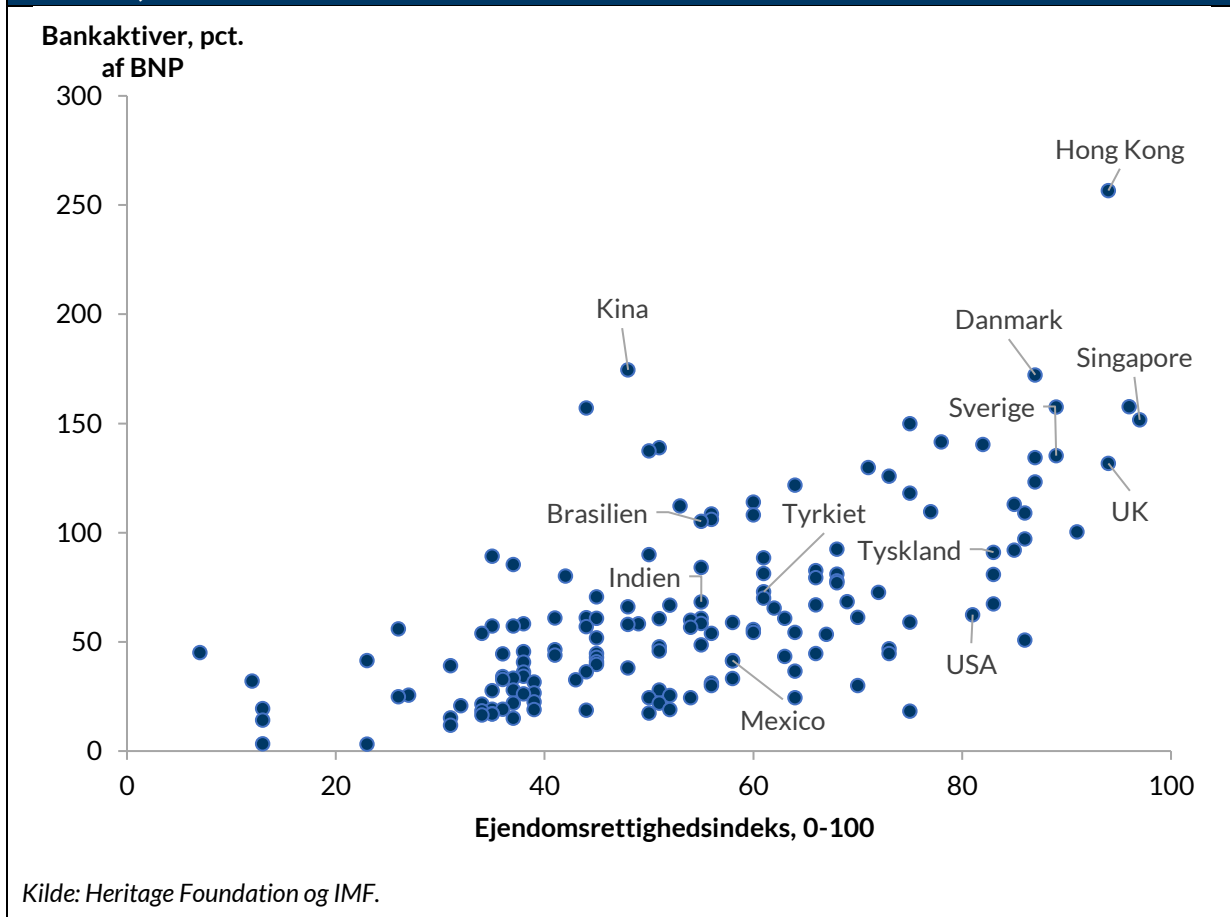
Hvis den fattige gadesælger i Lima eller Johannesburg vil udvikle sin forretning og har brug for kapital til at gøre det, så vil det i praksis være næsten umuligt uden en eller anden form for sikkerhed. Hvis gadesælgeren har et skøde til et lille stykke jord han bor på, har han en form for sikkerhed, så han kan belåne sin ejendom.

I forhold til den finansielle sektor betyder det, at vi må forvente, at i de lande, hvor der er en stærk beskyttelse af ejendomsretten, vil der også være en veludbygget finansiell sektor.

Det er præcis det, vi ser illustreret i grafen nedenfor.



**Sammenhæng mellem ejendomsrettigheder og størrelse på banksektor, 157 af verdens lande**



Grafen illustrerer således sammenhængen mellem på den ene side et ejendomsrettighedsindeks-målt på grundlag af tal fra den amerikanske tænketank Heritage Foundation og på den anden side den finansielle sektors størrelse målt som bankernes aktiver som andel af BNP. Den tydelige sammenhæng mellem lande med en stærk privat ejendomsretsbeskyttelse og en stor finansiell sektor underbygger dermed i et vist omfang Hernando de Sotos centrale pointe. Den finansielle sektor er en vigtig mekanisme til transmission fra ejendomsret til velstand – om end der naturligvis kan være andre transmissionsmekanismer. Grafen illustrerer samtidig, hvorfor den finansielle sektor i Danmark er så relativt stor i international sammenligning – en stærk beskyttelse af ejendomsretten understøtter størrelsen på den finansielle sektor. Ejendomsretten sikrer, at iværksættere og virksomheder lettere kan skaffe sig kapital, hvilket naturligvis gavner væksten og velstandsskabelsen.

### "SCHUMPETER MIGHT BE RIGHT"

Den amerikanske økonomiprofessor Ross Levine er nok verdens mest fremtrædende forsker, når det kommer til at afdække forhold mellem størrelsen på den finansielle sektor og den økonomiske vækst.

Mest sigende er måske titlen på en af Ross Levine mange artikler om emnet – nemlig "Finance and Growth: Schumpeter might be right" (1993) forfattet sammen med Robert King.

I studiet undersøger Levine og King empirisk sammenhængen mellem den finansielle sektors størrelse og væksten for 77 lande for perioden 1960-89.

Levine og King konkluderer på grundlag af deres statistiske analyse, at der er en tæt sammenhæng mellem på den ene side den finansielle sektors udvikling og på den anden side kapitalakkumulation – altså det løbende investeringsniveau i økonomier og dermed også den langsigtede økonomiske vækst.

Derudover konkluderer de, at en mere veludviklet finansiell sektor ikke bare giver anledning til et større investeringsomfang, men også til, at den kapital, der investeres, anvendes mere efficient. En bemærkelsesværdig konklusion er desuden, at også niveauet for, hvor veludviklet en finansiell sektor er, er bestemmende for den fremtidige langsigtede vækst.

Det er altså ikke alene det, at den finansielle sektor vokser, der giver væksten, men også det bidrag, der kommer via øgede investeringer og en mere efficient udnyttelse af kapitalen, der driver væksten.

Ross Levine har siden hen været medforfatter til yderligere en række empiriske undersøgelser, der yderligere har bekræftet resultaterne fra hans forskning med Robert King.

Derudover har helt ny forskning offentliggjort i 2020 i høj grad bekræftet en tæt sammenhæng mellem den finansielle sektors størrelse og den økonomiske vækst.

Men mens Levines og Kings forskning er baseret på "makrodata", så er et nyt studiet forfattet af blandet andet den tyske økonomiprofessor Thorsten Beck (Beck et al, 2020) baseret på "mikrodata".

Således har Beck og hans medforfattere set på, 18.217 pengeinstitutter i 100 lande for perioden 1987-2024 og undersøgt disse pengeinstitutters likviditetsskabelse.

På grundlag af Beck og hans medforfatteres empiriske analyse konkluderer de, at der er en statistisk signifikant positiv sammenhæng mellem pengeinstitutternes likviditetsskabelse og BNP pr. indbygger. Således viser de, at en permanent stigning på 10% i likviditetsoprettelsen (pr. indbygger) medfører i en stigning på 1,12% i det langsigtede BNP pr. indbygger.

Forfatterne viser samtidig, at der er en mindre effekt på væksten, hvis likviditetsskabelse sker uden for pengeinstitutternes balance.

Et andet slående resultat er, at en større banksektor i sig selv har en positiv effekt på de sektorer, der er mest afhængige af fremmedfinansiering – det kunne f.eks. været sektor, der er meget kapitaltunge så som landbruget og den mere traditionelle industri. Dette bekræfter anden tidligere empirisk forskning (se f.eks. Rajan-Zingales 1998).

Overordnet set må vi altså konkludere, at den empiriske forskning over de seneste 30 år i høj grad har givet Schumpeter ret – en mere veludviklet finansiel sektor bidrager i høj grad til væksten og velstandsskabelsen.

### HVOR MEGET OG HVOR LIDT REGULERING?

Som diskussionen ovenfor viser, er der ingen tvivl om, at en veludviklet og velfungerende finansiel sektor er en grundbetingelse for en velfungerende markedsøkonomi og for velstandsskabelse. Spørgsmålet er så hvor meget og hvilken slags regulering, der skal til for at sikre en velfungerende finansiel sektor.

Da den globale økonomiske og finansielle krise ramte i 2008-9 afstedkom det, at det politiske pendul svingede kraftigt i retning af mere regulering af den finansielle sektor – ikke bare i Danmark men også globalt.

I de kommende notater vil vi se nærmere på de konkrete ændringer i den finansielle regulering over tid i både Danmark og internationalt, og vi vil også se, hvordan regulering kan påvirke den økonomiske i vækst.

I dette notat vil vi indlede denne diskussion ved de traditionelle økonomiske argumenter for og imod statslig regulering af den finansielle sektor uden at gå i detaljer med den konkrete regulering.

Generelt kan man i økonomisk teori kun finde begrundelse for regulering af de forskellige sektorer i økonomien, hvis man kan påvise såkaldte markedsfejl. Statens rolle i erhvervsreguleringen bør derudover i princippet være begrænset til at sikre ejendoms- og aftaleretten.

Traditionelt fremhæves tre typer af markedsfejl i økonomisk teori, nemlig for det første manglende konkurrence også kaldet imperfekt konkurrence, for det andet såkaldte eksternaliteter og endelig for det tredje informationsasymmetrier<sup>2</sup>.

I forhold til den finansielle regulering er især de to sidstnævnte typer af markedsfejl relevante, da eventuelle problemstillinger i forhold til manglende konkurrence typisk er omfattet af konkurrencelovgivning, der er generel erhvervsregulering snarere end finansiel regulering.

Modsat kan man dog bestemt godt diskutere, om visse former for finansiel regulering tenderer til at favorisere allerede etablerede og store spillere på det finansielle marked, og dermed i sig selv kan øge eventuelle problemer med for svag konkurrence.

Det er et eksempel på, hvad vi kan kalde *uintenderede konsekvenser* af statslig regulering – altså at man får det modsatte resultat end, hvad der var formålet med regulering, eller at reguleringen skaber større problemer end de problemer, som man forsøger at løse i første omgang.

Den finansielle sektor er naturligvis ikke kun én størrelse. Der er betydelige forskelle mellem banker, pensionskasser, forsikringselskaber, og investeringsforeninger. Det vil være for omfattende her at diskutere alle tænkte og faktiske eksempler på markedsfejl i alle delsektorer af den

---

<sup>2</sup> Fra tid til anden nævnes ulighed også som en markedsfejl. Dette er dog strengt taget ikke korrekt, og i den såkaldte velfærdsteori indenfor traditionel økonomisk tænkning opfattes ulighed ikke som en markedsfejl, men alene som en politisk problemstilling, der ligger uden for det traditionelle økonomisk-teoretiske område.

finansielle sektor, og vi vil her derfor nøjes med en generel diskussion baseret på økonomisk teori, og vil i stedet i de kommende notater vende tilbage til den specifikke regulering og mulige begrundelser for denne regulering i forskellige dele af den finansielle sektor.

Tillid er helt centralt en velfungerende finansiell sektor, og netop tillid afhænger i høj grad af information.

I forhold til f.eks. en bank, er det oplagt, at der er såkaldt asymmetrisk information. Således har bankens medarbejdere og ledelse af naturlige årsager mere og bedre information om bankens sande sundhedstilstand end både kunderne og ejerne (aktionærerne)<sup>3</sup>.

Det er der sådan set ikke noget usædvanligt i. Sådan er det med alle typer af virksomheder, men i forhold til bankdrift kan det blive særligt afgørende.

Basalt set kan man sige, at banker lever af at tage imod indskud og låne disse indskud ud, og tjene penge på den såkaldte rentemarginal – dvs. forskellen på indskudsrenten og udlånsrenten – eller formidlingsgebyrer.

Men traditionelt låner banker langt flere penge ud end de har i indskud. Det er muligt, da indskyderne ikke hele tiden skal bruge de penge, de har indskudt. Det er det, der med et lidt gammeldags udtryk kaldes *brøkreservebankvæsen* eller på engelsk *fractional-reserve banking*.

Generelt opfatter de fleste fagøkonomer denne type bankvæsen, som en fornuftig og effektiv institution, men brøkreservebankvæsen er også forbundet med risici. For hvad sker der, hvis indskyderne af en eller anden grund pludselig måtte ønske at hæve deres indskud på samme tid?<sup>4</sup>

Det vil i praksis ikke være muligt, da banken netop ikke har de indskudte midler stående som en likvid reserve – pengene ligger ikke i en bankboks eller er placeret i f.eks. i guld. Pengene – og mere til – er lånt ud.

Det er overordnet fornuftigt, og er noget af det, der gør, at bankerne bidrager til likviditetsskabelsen i økonomien og til væksten, men det er altså også en risikofaktor. Man kan desuden tilføje, at risikotagning faktisk kan ses som en *forudsætning* for vækst.

Og denne faktor er i høj grad knyttet til problemstillingen omkring asymmetrisk information. For selv hvis en bank er fornuftigt drevet og velkonsolideret, kan der af forskellige årsager opstå rygter om, at banken måske slet ikke er ordentligt drevet og ikke er velkonsolideret. Det kan give anledning til et såkaldt *bankrun* – altså en situation, hvor mange indskydere trækker deres penge ud af banken på samme tid, hvilket så betyder, at banken ikke vil være i stand til at sikre likviditet til at udbetale alle de indskudte midler, hvilket kan føre til, at banken kollapse.

At asymmetrisk information kan skabe et problem i forhold til stabiliteten i den finansielle sektor kalder i økonomisk-teoretisk ofte *Diamond-Dybvig-model* (Diamond og Dybvig 1983).

Det er samtidig et eksempel på, at hvis en bank kollapse, så kan det skabe usikkerhed om stabiliteten i *hele* banksystemet, og der betyder, at et run på en bank kan give anledning til, at der kommer run på andre banker. Dermed har vi at gøre med et andet eksempel på en markedsfejl – nemlig en såkaldt eksternalitet.

---

<sup>33</sup> Det samme gør sig gældende for forsikrings- og livsforsikringsselskaber

<sup>4</sup> Et bankrun kan opstå af flere årsager – således kan det både ske, hvis der opstår tvivl om bankens likviditetssituation, men også hvis der opstår usikkerhed om bankens soliditet.

## MORAL HAZARD – MARKEDSFEJL ELLER REGERINGSFEJL

Eventuelle markedsfejl i den finansielle sektor – særlig asymmetrisk information og eksternaliteter – kan være begrundelser for regulering af den finansielle sektor<sup>5</sup>.

I forbindelse med regulering er, det som udgangspunkt også vigtigt at skelne mellem på den ene side det man traditionelt har betegnet som *command-and-control*-regulering, hvor den regulerende myndighed har en betydelig detailstyring af og kontrol med den enkelt finansielle virksomhed, og på den anden side en regulering, der sigter på at sikre en rammeregulering.

Det er samtidig uhyre vigtigt at bemærke, at markedsfejl nok er en *nødvendig* betingelse for at begrunde regulering, men det er ikke en *tilstrækkelig* betingelse.

Således har den amerikanske økonom Harold Demsetz (1969) advaret mod, at man begår en såkaldt *Nirvana-fejlslutning*, hvis man hopper direkte fra at påpege en mulig markedsfejl til at kræve statslig regulering.

Demsetz udtrykker det således:

*“The view that now pervades much public policy economics implicitly presents the relevant choice as between an ideal norm and an existing “imperfect” institutional arrangement. This approach differs considerably from a comparative institution approach in which the relevant choice is between alternative real institutional arrangements.”*

Med andre ord: Demsetz argumenterer for, at man ikke kan sammenligne en imperfekt institution - f.eks. en ureguleret finansiell sektor, hvor der muligvis er markedsfejl - med en tænkt situation (” Nirvana ” ), hvor disse markedsfejl løse gennem ” perfekt ” statslig regulering.

Det, der skal sammenlignes, argumenterer Demsetz, er det uperfekte marked med den uperfekte regulering. Et eksempel herpå kunne netop være, hvordan man traditionelt har forsøgt at løse problemet med bankruns, eksternaliteter og asymmetrisk information i banksektoren.

En måde at sikre tilliden til banksektoren kunne være at indføre en indskydergarantiordning, hvor staten garanterer dele af eller alle indskud i bankerne. Indskydergarantiordninger vil ifølge tilhængerne sikre, at indskyderne ikke vil frygte for deres indskud i bankerne, hvilket så vil reducere risikoen for bankruns.

Dette kan umiddelbart virke som en fornuftig løsning på problemet med asymmetrisk information og eksternaliteter i banksektoren. Men det skaber også et nyt problem – det har en uintenderet konsekvens.

---

<sup>5</sup> Her diskuterer vi alene om, der er gode begrundelser for regulering. I de kommende notater vil vi også diskutere *god og dårlig* regulering.

For hvordan påvirker en sådan indskydergaranti indskydernes, bankernes og deres ejeres adfærd? Hvis indskyderne altid er sikret, at de vil få deres indskud ud, lige meget hvor uansvarligt banken agerer, så har indskyderne ikke nogen særlige incitamentter til at vælge en veldrevet og velkonsolideret bank.

Snarere tværtimod. Kunderne vil derimod vælge, den bank, der tilbyder de højeste renter. Og dette krav kan bankerne modsat kun leve op til ved at tage større risici, og konkurrence om kunderne vil derfor skabe et pres i retning af for stor risikotagning i forhold til, hvis der ikke var en indskydergarantiordning. Det er det, der på engelsk kaldes *moral hazard-problemer*.

Det er et velkendt problem, at en indskydergarantiordning skaber betydelige incitamentter til for stor risikotagning i bankerne.

Populært sagt så scorer banken og dens aktionærer gevinsten ved risikotagning, mens skatteborgerne - eller andre øvrigt banker, hvis man som i Danmark har en ordning, hvor bankerne samlet set finansierer indskydergarantiordningen - betaler regningen, hvis det går galt.

Regulering i form af en indskydergaranti, der har til formål at sikre stabiliteten i den finansielle sektor, kan derfor rent faktisk resultere i det modsatte af det ønskede.

Dette velkendte problem betyder, at der opstår nye argumenter for statslig regulering for, hvis en indskydergarantiordning - og andre implicitte eller eksplicitte statslige garantier til finansielle virksomheder (too-big-to-fail) - fører til for stor risikotagning, må man forsøge at reducere risikotagningen på andre måder - f.eks. gennem krav til, hvor meget likviditet og kapital, som banker og andre finansielle institutioner holder.

Dermed er der en risiko for, at det bliver en skrue uden ende eller det vi kan kalde interventionismens dynamik (Kurrild-Klitgaard et al 2006).

En yderligere risiko i forhold til statslig regulering er, at der sker såkaldt *regulatory capture*, altså at de finansielle virksomheder, f.eks. banker, der bliver reguleret vender den regulering til egen fordel. Således kan man f.eks. tænke sig, at en etableret bank på markedet vil føre lobbyvirksomhed for mere og ikke mindre regulering, hvis denne regulering - f.eks. likviditets- og kapitalkrav - kan skabe *entry barrierer* på markedet, der holder nye konkurrenter ude af markedet.

Dermed kan regulering altså virke konkurrencehæmmende, og en reguleringsfejl *skaber* en markedsfejl (imperfekt konkurrence), hvilket illustrerer, at det bestemt ikke er givet, at det er banker og deres ejere, der bærer omkostningerne ved regulering. Det kan som i dette eksempel være kunderne.

Vi kan altså konkludere, at nok kan der være gode begrundelser med udgangspunkt i økonomisk teori for statslig regulering af den finansielle sektor, men der er behov for en afvejning af om reguleringen afhjælper eventuelle markedsfejl eller gør ondt værre.



## DISKUSSION

Ovenfor har vi vist, at en velfungerende finansiel sektor er helt central for væksten, og at ingen nation er blevet velstående uden en veludbygget og velfungerende finansiel sektor.

Med andre ord er en velfungerende finansiel sektor en forudsætning for velstanden.

Det betyder også, at det er helt afgørende, at den finansielle rammelovgivning reducerer eventuelle markedsfejl, men samtidig ikke unødigt hæmmer udviklingen i den finansielle sektor og dermed hæmmer væksten.

I de kommende notater i denne serie vil vi se nærmere på den konkrete udvikling i den finansielle regulering både internationalt og i Danmark, og på hvordan denne regulering har påvirket væksten og velstandsskabelsen i dansk økonomi.



**Kilder:**

- Arcand, J.L., Berkes, E. & Panizza, U. (2012), "Too much finance?". IMF Working paper 12/161.
- Beck, T, R Doting, T Lambert and M van Dijk (2020), "Liquidity creation, investment, and growth", CEPR Discussion Paper 14956.
- Bonke, Jens og Anders Eiler Wiese Christensen, "Hvordan bruger danskerne tiden", Rockwoolfondens Forskningsenhed, 2018.
- Demsetz, H., "Information and Efficiency: Another Viewpoint", Journal of Law and Economics 12 (April 1969)
- De Soto, Hernando. "The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else" Basic Books, 2000.
- Diamond DW, Dybvig PH (1983). "Bank runs, deposit insurance, and liquidity". Journal of Political Economy. 91 (3): 401–419. CiteSeerX 10.1.1.434.6020. doi:10.1086/261155. JSTOR 1837095. Reprinted (2000) Fed Res Bank Mn Q Rev 24 (1), 14–23.
- Kurrild-Klitgaard, P., R. G. Koppl, J. Birner (red.) "The Dynamics of Intervention: Regulation and Redistribution in the Mixed Economy" (2006) Advances in Austrian Economics, Vol. 8 Amsterdam: Elsevier.
- Levine, Ross, & King, Robert G. 1993. "Finance and growth : Schumpeter might be right," Policy Research Working Paper Series 1083, The World Bank.
- Lucas, R. E. (1988), "On the Mechanics of Economic Development", Journal of Monetary Economics, 22: 3-42.
- Miller, Merton H. "Financial Markets and Economic Growth." Journal of Applied Corporate Finance, Fall 1998, 11(3), pp. 8-14.
- Rajan, R G and L Zingales (1998), "Financial dependence and growth", *American Economic Review* 88(3): 559–586.
- Robinson, Joan, (1952), "The Generalisation of the General 'theory' i The Rate of interest rate and other essays", London: Macmillan.
- Schumpeter, Joseph A, (1983) [1934]. "The theory of economic development: an inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle.", New Brunswick, New Jersey. Oversat fra tysk: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung (1911).

**Denne analyse er en del af "Projekt 3%." Projektet har til formål at identificere reformer, der kan hæve den økonomiske vækst i Danmark til 3 pct. årligt de næste ti år. Projektet er støttet af Kraks Fond og af Novo Nordisk Fonden. (NNF20SA0066299)**