

De store kriser

Den økonomiske krise og politikfejl i 1930'erne

Finn Ziegler

Guldstandarden, Frankrig og Den Store Depression

Torben Mark Pedersen

Markedsfejl eller politikfejl? Et blik på krisen i 2007-09

Aksel Tarras Madsen

Debat: Rothbards anarkokapitalisme

Om Rothbards naturret

Kristoffer Moustén Hansen

Replik

Torben Mark Pedersen

Duplik

Kristoffer Moustén Hansen

Uden for tema

Václav Havel og de magtesløses magt

Filip Steffensen

Den synlige hånd

Kapitalismens vækst og kriser

Torben Mark Pedersen

LIBERTAS

Tidsskriftet Libertas

ISSN 0903-9341. © Libertas

Tidsskriftet Libertas, som udgives af selskabet Libertas, er et uafhængigt tidsskrift til fremme af studiet af fri markedsøkonomi og personlig frihed.

Tidsskriftet Libertas postomdeles til medlemmer.

Tidsskriftet er indekseret i Dansk Artikelindeks.

Offentliggjort materiale – signeret eller usigneret – udtrykker ikke nødvendigvis redaktionens, udgiverens eller medlemmernes holdninger.

For indholdet hæfter alene forfatterne og redaktionen.

Redaktion

Torben Mark Pedersen (ansv.)

Johan J.R. Espersen

Ryan Smith

Jens Emil Eistrup

Otto Brøns-Petersen

Redaktionen kan kontaktes på:

torbenmarkp@hotmail.com

Indhold Tema: De store kriser

Temaindledning	3
Den økonomiske krise og politikfejl i 1930'erne <i>Finn Ziegler</i>	5
Guldstandarden, Frankrig og Den Store Depression <i>Torben Mark Pedersen</i>	11
Markedsfejl eller Politikfejl? Et blik på krisen i 2007-09 <i>Aksel Tarras Madsen</i>	35
Debat: Rothbards anarkokapitalisme	
Om Rothbards naturret <i>Kristoffer Moustén Hansen</i>	48
Replik <i>Torben Mark Pedersen</i>	54
Duplik <i>Kristoffer Moustén Hansen</i>	57
Uden for tema	
Václav Havel og de magtesløses magt <i>Filip Steffensen</i>	59
Den synlige hånd	
Kapitalismens vækst og kriser <i>Torben Mark Pedersen</i>	64

Temaindledning

De store kriser er temaet for dette nummer af *LIBERTAS*. Med "De store kriser" henvises til krisen i 1930'erne og finanskrisen i 2007-09. Det er de to største økonomiske kriser i de seneste over 100 år uden for krigstid.

Begge kriser var globale, og begge kriser havde deres udspring i USA og begyndte med en stramning af den amerikanske pengepolitik.

Det betyder ikke, at det alene var pengepolitikken i USA, der var årsag til Den Store Depression og Den Store Recession, som finanskrisen kaldes i USA.

Historiske begivenheder har sjælden monokausale årsager, og økonomiske kriser bliver kun store, når der forekommer et sammenfald af mange uheldige omstændigheder på samme tid. Kriser afslører ofte nogle underliggende strukturproblemer og opbyggede ubalancer i økonomien, og uden undtagelse er store kriser blevet store, fordi de er blevet forværret af en fejlslagen økonomisk politik og regulering.

Hverken Den Store Depression eller Den Store Recession er kapitalismens kriser forstået som et resultat af almindelige konjunktursvingninger i markedsøkonomier forstærket af markedsfejl. Tværtimod har de begge primært været resultatet af fejlslagne økonomiske politikker i stor skala, på mange områder og i flere lande.

Temanummeret indledes med en artikel om krisen i 1930'erne skrevet af cand. polit. **Finn Ziegler**, der er en af *Libertas'* grundlæggere. Artiklen tager spørgsmålet op om politikfejl som årsag til krisen i 1930'erne. Selv om Feds fejlslagne pengepolitik i årene 1929-33 er en hovedårsag til, at krisen blev så dyb og så langvarig i USA, som fremhævet af Friedman og Schwartz, så er det bestemt ikke den eneste politikfejl, der bidrog til at forværre krisen.

Finn Ziegler nævner Smoot-Hawley toldloven fra 1930, som en forværende faktor. Skat-testigninger var en anden forværende faktor. Under præsident Hoover blev de højeste mar-

ginalskatter hævet til 63 pct. i 1932, og under præsident Roosevelt forhøjet yderligere til 79 pct. Forsøget på at holde lønningerne kunstigt oppe bidrog også til faldet i beskæftigelsen. Endelig var den meget restriktive regulering af bankerne med til at eksponere dem over for koncentrationsrisiko, der var en medvirkende årsag til, at så mange små banker gik konkurs under bankkriserne.

I de seneste 30 år har økonomiske historikere i stigende grad fokuseret på betydningen af mellemkrigstidens guldstandard for spredningen og forværringen af krisen i 30'erne. Og netop guldstandarden og Frankrigs guldpolitik er emnet for den anden artikel om Den Store Depression, skrevet af **Torben Mark Pedersen**.

Guldstandarden var den primære transmissionsmekanisme mellem landene, og som et fastkurssystem var alle lande tvunget til at stramme pengepolitikken, når USA som det dominerende land strammede pengepolitikken, og dermed blev de tvunget til at føre en pengepolitik, der forværrede og forlængede krisen i stedet for at modvirke den.

Frankrigs guldpolitik spillede også en central rolle for forværringen og spredningen af krisen i Europa. I årene 1928-32 ophobede Frankrig en enorm mængde guld, der ikke førte til en tilsvarende stigning i pengemængden i Frankrig, så det påførte alle andre lande på guldstandarden et fald i pengemængden, hvilket lagde et deflationært pres på alle guldlande, der tvang dem til at føre en mere kontraktiv pengepolitik end ellers.

Amerikansk og fransk pengepolitik var en hovedårsag til Den Store Deflation i 1930'erne, der førte til bankkriser og yderligere indskrænkninger i pengemængden og kreditgivningen. I sidste ende var det bankkriser, der tvang Østrig, Ungarn og Tyskland fra guld, og som smittede og skabte en likviditetskrise, så også England måtte gå fra guld i 1931. I 1933 tvang en bankkrise USA fra guld.

Aksel Tarras Madsen skriver om politikfejl

og markedsfejl i forbindelse med finanskrisen i 2007-09.

En af de store fejl under finanskrisen i USA var, at de amerikanske myndigheder lod Lehman Brothers gå konkurs. Eller rettere: Fejlen bestod i, at de med redningen af LTCM og Bear Stearns havde skabt en forventning i markedet om, at myndighederne ville redde systemiske institutter fra at gå konkurs. Det skabte moral hazard problemer, og da myndighederne overraskede markedet ved *ikke* at redde Lehman Brothers, skabte det panik på de finansielle markeder, og der opstod en alvorlig likviditetskrise, der også gik ud over ellers solvente og veldrevne finansielle institutioner.

I Danmark var bankernes evne til at imødegå en kreditkrise blevet svækket som følge af en rigid implementering af nye, fælles EU-regnskabsregler for opgørelsen af hensættelser.

Uden for tema bringes en debat om Rothbards anarkokapitalisme. I *LIBERTAS* nr. 64 skrev Torben Mark Pedersen en artikel om grundlaget for Rothbards anarkokapitalisme, hvor hovedpointen var, at selvejerskabet må være ufortabeligt i den forstand, at ingen ufri-villigt kan fortabe ejerskabet til sig selv. Konsekvensen af det må være, at det er illegitimt at udøve nogen form for vold mod andre, og det gælder også i selvforsvar, som straf eller i forsvar mod militære angreb.

Kristoffer Moustén Hansen går i rette med den kritik og kommer med en række modargumenter i artiklen "Om Rothbards Naturret". Hovedbudskabet er, at Rothbard må anskues i lyset af andre naturretstænkere for at forstå, hvad han må mene med, at selvejerskabet er absolut. I forlængelse heraf indeholder artiklen en diskussion af krig i et anarkokapitalistisk perspektiv.

Torben Mark Pedersen svarer på kritikken i en replik, og der følger en duplik fra Kristoffer Moustén Hansen.

De to forfattere er ikke enige om, hvorvidt en aggressor kan fortabe sine rettigheder ufri-villigt ved at krænke andres rettigheder, hvis man som Rothbard tager udgangspunkt i selvejerskabet.

Hvis andre læsere mener, at de har det ultimative argument i den sag, er de meget vel-

komne til at skrive om det i et af de kommende numre af *LIBERTAS*.

Også uden for tema skriver **Filip Steffensen** om den tidligere tjekkiske præsident, Václav Havel, der i et essay *The Power of the Powerless* skriver om den slavementalitet, som Anders Fogh Rasmussen henviste til i *Fra socialstat til minimalstat*. Havel omtaler slavementaliteten som at "leve i løgnen" og kontrasterer den med at "leve i sandheden", hvor man lever i værdighed og bevarer sin personlige integritet.

Den synlige hånd handler om kapitalismens vækst og kriser og er skrevet af **Torben Mark Pedersen**.

Krisen i 1930'erne har tidligere været behandlet i *LIBERTAS*. Lars Christensen har skrevet to artikler om emnet, nemlig i *LIBERTAS* nr. 17 fra 1993 og i nr. 51 fra 2012.

God læselyst

På redaktionens vegne
Torben Mark Pedersen

Den økonomiske krise og politikfejl i 1930'erne

Finn Ziegler

Krisen i 1930'erne var en dyb og langvarig krise, som til stadighed er genstand for studier og debat blandt økonomer, politologer og historikere. I mange år var den herskende opfattelse, at krisen i 1930'erne skyldtes markedsfejl. Krisen har derfor begrundet øget offentlig regulering og aktiv økonomisk politik og påvirket samfundet i anti-liberal retning. Men krisen skyldes snarere politikfejl, som både forklarer omfanget og længden af krisen.

Krisen i 1930'erne er en ganske enestående episode i historien. Ikke alene var der tale om en dyb og langvarig økonomisk depression. Krisen var formentlig også medvirkende årsag til udbruddet af 2. verdenskrig. Og så fik krisen stor betydning for udviklingen af den økonomiske videnskab og økonomisk politik i de vestlige lande i flere årtier.

I økonomisk videnskab førte krisen til udviklingen af *makroøkonomi*, altså studiet af den samlede økonomiske aktivitet i samfundet. Begyndende med John Maynard Keynes' *The General Theory of Employment, Interest and Money* fra 1936 og John Hicks' formalisering heraf i IS-LM modellen.

Politisk fik krisen stor indflydelse på udviklingen i 1930'erne og i efterkrigstiden. Det var hovedsagelig i en antiliberal retning med offentlig regulering af erhvervslivet i almindelig og den finansielle sektor i særdeleshed, indførelse af offentlige velfærdsordninger samt forsøg på konjunkturstabilisering gennem aktiv økonomisk politik.

Denne indflydelse i anti-liberal retning skyldes ikke mindst den fortælling om krisen i 1930'erne, som i mange år var den dominerende. Man kan genfinde den i mange skole- eller lærebøger. Men for eksempel også hos Herbert Hoover, der var præsident fra 1929-33.

Fortællingen går i korte træk ud på, at kri-

sen var forårsaget af spekulanter, der opbyggede en aktieboble på uregulerede finansielle markeder. Den brast med aktiekursfaldet på Wall Street i 1929 og forårsagede så først bankkrak, dernæst bank runs (og yderligere bankkrak) og til sidst nedgang i forbruget. Hoover kaster også skylden på afmatningen i den internationale efterspørgsel. Den sidste del af historien, og denne del er Hoover nok ikke enig i, er, at krisen fik lov til at sprede sig under den liberale (forstået liberalistiske) præsident Herbert Hoover, indtil den progressive præsident Franklin D. Roosevelt kom til og reddede kapitalismen fra sig selv med sin New Deal politik, altså en socialdemokratisk politik bestående af øget offentlig regulering, øgede offentlige udgifter og aktiv økonomisk politik.

Krisen i 1930'erne

Det er også helt almindeligt, at børskrakket på Wall Street i oktober 1929 bliver regnet for begyndelsen på krisen i 1930'erne. Eller den sorte tirsdag, hvor aktierne begyndte at falde og på få dage faldt mere end 25 pct. Men spørgsmålet er, om krakket på Wall Street var *årsag til* eller *symptom på* krisen.

I årene efter 1929 var amerikansk økonomi i en voldsom recession. Fra 1929 til 1933 faldt det amerikanske bruttonationalprodukt (BNP) med 5-12 pct. om året. Den økonomiske aktivitet faldt samlet med 33 pct. Tilbagegangen

faldt kraftigt. Aktiekurserne udviste også store udsving, men de fortsatte med at falde indtil aktierne havde tabt 90 pct. af deres oprindelige værdi i 1933. En umiddelbar årsag var en stramning af pengepolitikken i 1928-29 med løbende stigninger i renten.

Kursfaldet medførte naturligvis store tab for aktieinvestorerne, som sådanne kursfald altid gør. Blandt dem, der led tab, var der også mange private investorer. En del investorer gik konkurs, heriblandt mennesker, som havde gearret deres investeringer på aktiemarkedet med lån, dvs. investeringer, hvor investor kun stillede 10-20 pct. af aktieværdien og så finansierer resten af investeringen med banklån. Gearing øger eksponeringen, så der kan opnås store gevinster ved aktiekursstigning. Men det gør også investor mere sårbar ved store kursfald, hvor investor kan blive tvunget til at likvidere sin formue helt eller delvist for at kunne dække tab og indløse lånene.

Tab hos private investorer spredte sig også til bankerne, når formuerne ikke var store nok til at dække banklånene. Det førte til en stribe bankkrak i 1929 og i begyndelsen af 1930'erne. Omkring 30 pct. af alle banker i 1929 gik under. Omfanget af bankkrak skabte usikkerhed hos indskyderne, der kunne lave bank runs på ellers sunde banker, som derfor risikerede at blive trukket med ned, fordi de ville være nødt til at sælge deres aktiver hurtigt i et illikvidt marked for at kunne imødekomme krav fra indskyderne.

Så det er på denne baggrund, at fortællingen om spekulanter opstår. Keynes var med *General Theory* medvirkende til at fremme den fortolkning. Det er i *General Theory*, at Keynes kommer med de velkendte betragtninger om, at investorer er drevet af "animal spirits", hvor de reagerer som flokdyr og tilsyneladende helt irrationelt lader sig rive med og skaber aktiebobler. Disse resulterer i konjunkturcykler i økonomien, når de brister, med faldende økonomisk aktivitet og høj arbejdsløshed.

Pengepolitikens indflydelse

En anden forklaring på krisen kom i 1963 fra økonomerne Milton Friedman og Anna J. Schwartz. I *A Monetary History of the United States, 1867-1960* viser Friedman og Schwartz

at penge (og pengemængden) har haft stor betydning for udviklingen i priser og konjunktursving i amerikansk økonomi.

Friedman og Schwartz påviser, at pengemængden i USA fra 1929 til 1933 faldt med cirka 33 pct. Det skyldes *politikfejl* fra den amerikanske centralbank, The Federal Reserve Bank. Faldet i pengemængden fører til deflation og fjerner likviditet fra bankvæsenet. Centralbanken gennemførte flere stramninger af pengepolitikken i henholdsvis 1928, 1931 og 1932, blandt andet i form af renteforhøjelser. Centralbanken kunne have lempet pengepolitikken i 1930-31, så der var mere likviditet i systemet. Mere likviditet ville have lettet presset på bankerne.

Den stramme pengepolitik og deflation påvirkede den økonomiske aktivitet på to måder. Det skete dels gennem formuetab og tab af kreditværdighed, når aktiver falder i værdi, men gældens nominelle værdi er uforandret (øget i værdi, når priserne falder). Det påvirkede investeringer negativt. Og dels gennem en langsom tilpasning af lønningerne på arbejdsmarkedet. Når de (nominelle) lønninger ikke er så fleksible, betyder det, at reallønnen stiger, når der er deflation. Det fører til lavere beskæftigelse. Det er muligt, at en del af den politik, som blev ført af Roosevelt regeringen, har bidraget til at gøre lønninger mere ufleksible.

Politikfejl i 1930'erne

Stramningen af pengemængden fra 1929 til 1933 er hovedårsagen til tilbagegangen og krisen i 1930'erne. Men der var politikfejl, som kan have bidraget til at forværre eller forlænge krisen. Både under præsident Herbert Hoover (1929-33) og præsident Franklin D. Roosevelt (1933-44) blev der gennemført initiativer, som kan have påvirket den økonomiske aktivitet i negativ retning.

Der er i øvrigt ikke tale om et markant politikskifte ved overgangen fra Hoover til Roosevelt, som det ofte er blevet fremført. Der er snarere tale om en glidende overgang, hvor Roosevelt med New Deal byggede videre på mange af Hoovers oprindelige initiativer. Roosevelt loftede nok opgaver fra delstaterne til det føderale niveau og gik fra Hoovers frivillige aftaler til lovgivning. Men et radikalt kursskifte er der



ikke tale om. Men det var selvfølgelig politisk opportunt for Roosevelt at overdrive forskellen. Og måske også for Hoover, der efter 1933 blev en skarp kritiker af Roosevelts politik.

Den første og nok største politikfejl var indførelsen af *handelsrestriktioner* i 1930, hvor Kongressen vedtog *Smoot-Hawley Tariff Act*. Hoover underskrev loven og indfrieede et valglofte og trodsede dermed opfordringer fra fremtrædende økonomer og industrifolk om at nedlægge veto mod loven.

Loven øgede toldtariffer til det næsthøjeste niveau i 100 år og medførte gengældelse fra andre lande med restriktioner og told på amerikanske varer. Den internationale handel faldt med 2/3 fra 1929 til 34, og selvom det er svært at tilskrive tarifferne (i modsætning til nedgangen i økonomien), er der ingen tvivl om, at denne handelskrig ikke var godt for den økonomiske udvikling og internationale arbejdsdeling. Roosevelt fulgte i samme spor med *Reciprocal Trade Agreements Act* fra 1934, der dog også tillod bilaterale aftaler med toldreduktioner.

Den anden politikfejl var *skattestigninger* igennem 1930'erne. Både Hoover og Roosevelt var oprindeligt begge tilhængere af balance på de offentlige budgetter og skattestigninger skulle blandt andet tjene det formål at reducere underskuddet. Der var alligevel et stort underskud på statsbudgettet fra 1932-37 og igen fra 1939. Underskuddet var omkring 4-5 pct. af BNP.

Hoover lagde ud med at øge indkomstskatterne i 1932. Det medførte blandt andet en stigning i marginals-katten fra 25 til 63 pct.

Selskabsskatten blev også sat op med 15 pct., og der blev indført en række nye punktafgifter.

Roosevelt fulgte op med nye skattestigninger i 1935 og 1937, som blandt andet havde til formål at ramme de "rige". Marginals-katten blev igen hævet til 79 pct. Der blev også indført en særlig skat på overskud i selskaber, som ikke var udbetalt i dividende til ejerne. Denne var høj i 1938, men blev efter voldsom kritik sænket året efter. Roosevelts skattepolitik medførte usikkerhed og større forvriddningstab. Den har

påvirket investeringer negativt i hele perioden og formentlig medvirket til at fremkalde den økonomiske tilbagegang i 1938 (sammen med den pengepolitiske stramning).

En tredje politikfejl var forsøgene fra først Hoover og senere Roosevelt på at *holde pris- og lønniveauet i økonomien oppe*. Der var en tro på, at man herigennem kunne fastholde eller øge efterspørgslen i økonomien. Hoover forsøgte at opnå dette gennem frivillige aftaler med virksomheder og organisationer, og det lykkedes for præsidenten at lave nogle aftaler i 1930-31, blandt andet en aftale med Henry Ford om at hæve lønninger for de ansatte. Roosevelt forsøgte at styre priser og lønninger med lovgivning.

Med *National Industrial Recovery Act* (NIRA), som blev vedtaget 1933, blev selvregulering i industrien fremmet, heriblandt brancheaftaler om "fair" konkurrence og standarder med løn, timer og arbejdsforhold. Man kan godt sige, at der var tale om statsautoriseret og statsstøttet karteldannelse. Der var tilmed undtagelse fra antitrustloven. Lignende lovgivning blev gennemført for landbruget. Loven blev senere underkendt af den amerikanske højesteret i 1935.

Der er altid tale om politikfejl, når regeringen forsøger at kontrollere priser og lønninger i dele eller hele økonomien. Det er mere forvridende og sjældent effektivt i forhold til mål om vækst eller fuld beskæftigelse. Men det er især en fejl, når regeringen forsøger at holde pris- og lønniveauet oppe i en periode, hvor centralbanken samtidig reducerer pengemængden og skaber deflation. Det er ligesom naturstridigt. Resultatet er, i det omfang det lykkes, lavere aktivitet og arbejdsløshed.

Heldigvis havde Hoover og Roosevelt kun begrænset succes med deres forsøg på at kontrollere priser og lønninger. Nok mere med det sidste end det første, hvor virksomhederne trods alt havde incitamenter til at konkurrere og bryde de statsautoriserede karteller (eller aftalerne med Hoover).

En fjerde politikfejl var at finde i *reguleringen af banker*. I årene 1929-33 krakkede som nævnt næsten en tredjedel af bankerne i USA. I begyndelsen af 1930'erne var mange små banker (og det er der i øvrigt stadig), som var

sårbare overfor konjunkturudsving. Det store antal af forholdsvis små banker i USA skyldes regulering, der har forhindret udvikling af større banker og banker på tværs af delstaterne. Reguleringen forhindrer banker i at sprede risiko ved udlån (gennem diversifikation) og det gør bankerne sårbare overfor udviklingen i lokalområder.

I modsætning til i USA var der ingen banker i Canada, der krakkede under krisen i 1930'erne. Her har bankerne haft mulighed for at vokse gennem sammenlægninger og ved udbygning af filialnettet. Omfanget af bankkrak ville have været lavere, hvis der ikke havde været for denne politik vendt mod storbanker.

I 1930'erne gennemfører Hoover og Roosevelt nye reguleringer af banker, et offentlig program med boliglån, og der bliver indført indskydergaranti, som skal øge tilliden til bankvæsenet, men den fastholder strukturen med mange små banker, som er fordyrende, og samtidig er der lagt i kakkelovnen til nye bankkriser.

En sidste politikfejl, der er værd at pege på her, at de *offentlige beskæftigelsesprogrammer* som blev sat i værk i 1930'erne. Her går Roosevelt langt videre end Hoover med store føderale programmer. Disse inkluderer blandt andet opførelsen af dæmninger, elektricitetsværker, naturbeskyttelse, anlæg af veje og andre projekter.

Mange af disse projekter gav beskæftigelse i mange år, og mange har helt sikkert også bidraget positivt til det amerikanske samfund. Problemet er, at offentlige beskæftigelsesprojekter ofte fortrænger private (usynlige) aktiviteter. Der er eksempler, at nogle af disse aktiviteter har nationaliseret private initiativer, blandt andet indenfor energisektoren. Beskæftigelsesprojekter kan også have været med til at forlænge økonomisk omstilling ved at begrænse mobiliteten på arbejdsmarkedet. Endelig er projekter, som samfundsmæssige værdi er diskutabelt.

Et eksempel på et sådan projekt er Mount Rushmore, hvor Roosevelt administrationen valgte at portrættere fire tidligere præsidenter (herunder præsident Theodore Roosevelt) på et bjerg i delstaten South Dakota. Et ganske ressourcekrævende projekt, som skabte mere

beskæftigelse end værdi for skatteborgerne.

Konklusion

Krisen i 1930'erne var ikke forårsaget af markedsfejl eller spekulanter, men af politikfejl hos den amerikanske centralbank og skiftende administrationer i Washington. Den største politikfejl blev begået af den amerikanske centralbank. Den kunne have lempet pengepolitikken og dermed undgået deflation og kollapsedet af banksektoren. Men der blev også begået en række politikfejl af både Hoover og Roosevelt administrationerne, som mest har bidraget til at forlænge krisen og reducere den økonomiske vækst.

Litteratur

Ben S. Bernanke (2000): *Essays on The Great Depression*. Princeton University Press.

Milton Friedman and Anna Schwartz (1963): *A Monetary History of United States 1867-1960*. Princeton University Press.

Amity Shlaes (2007): *The Forgotten Man*. Harper-Collins.

Gene Smiley (2002): *Rethinking the Great Depression*.

Guldstandarden, Frankrig og Den Store Depression

Torben Mark Pedersen

Både guldstandarden og den måde, den blev administreret på i mellemkrigstiden, var medvirkende årsager til forværringen og spredningen af krisen i 30'erne. Ikke mindst lagde Frankrigs guldpolitik med opbobning af store mængder guld i årene 1928-32 i strid med guldstandarens "rules of the game" et deflationært pres på de andre lande. Det førte til en mere kontraktiv pengepolitik end ellers og en deflation, der via stigende reallønninger, realrenter og real gældsbyrde samt bankkriser fik alvorlige makroøkonomiske konsekvenser.

Hvorfor blev krisen i 30'erne så dyb og så langvarig? Og hvorfor spredte den sig fra USA til næsten hele verden?

Det er spørgsmål, der har optaget økonomer og økonomiske historikere siden 1930'erne, og som med finanskrisen i 2007-9 er der ingen monokausale forklaringer på Den Store Depression.

Store kriser er store, fordi der som i en "perfect storm" forekommer et sammenfald af mange negative effekter, der forstærker hinanden, og som ofte bunder i underliggende strukturelle ubalancer, og oftest forværres af økonomisk-politisk mismanagement.

I deres monumentale studie af amerikansk pengehistorie lagde Friedman og Schwartz (1963) vægt på den amerikanske centralbanks fejlslagne pengepolitik i årene 1929-33. Der er i dag bred enighed blandt økonomiske historikere om, at depressionen i 1930'erne primært havde monetære årsager, og at den startede med den kontraktive amerikanske pengepolitik i første halvdel af 1928, men siden 1980'erne har økonomer og økonomiske historikere i stigende grad lagt vægt på guldstandarens betydning for forværringen og spredningen af krisen.

Der er ikke enighed om, præcis hvordan guldstandarden bidrog til at sprede og forværre krisen. Moggridge (1969) lægger

vægt på, at Englands tilbagevenden til guldet til førkrigsparitet i 1925 skabte strukturelle ubalancer. Kindleberger (1973) fremhæver fraværet af en hegemon i mellemkrigstiden, og Temin (1989) argumenterer for, at det var strukturelle fejl i kombination med en økonomisk politik, der var dikteret af guldstandarens "rules of the game", der skabte deflationen og recessionen. Eichengreen (1992) lægger vægt på guldstandarens "gyldne lænker", der pressede centralbankerne til at føre en mere kontraktiv pengepolitik, og han tillægger det manglende samarbejde mellem centralbanker stor betydning. Endelig lægger Johnson (1997), Mouré (2002) og Irwin (2012) vægt på de deflationære effekter af Frankrigs guldpolitik.

Økonomer tilhørende den østrigske skole¹ har hævdet, at det ikke var guldstandarden, der var problemet, men derimod at guldstandarden ikke længere var et selvregulerende monetært system. Der er et gran af sandhed i den vurdering, men opfattelsen bygger også på en illusorisk forestilling om guldstandarden. Også den klassiske guldstandard var et fastkurssamarbejde, der var styret af centralbanker og med private banker baseret på fractional reserve banking. En ren guldstandard uden papirpenge og en helt selvregulerende guldstandard har aldrig eksisteret, og etableringen af en sådan

¹ Et typisk eksempel er Murphy (2009), men se også Hayek (1932).

var helt utænkeligt. Forskellen mellem øst-ri- gernes og Friedmans opfattelse af krisen er be- handlet i Christensen (2012) og vil ikke blive omtalt yderligere i denne artikel.

Guldstandard i mellemkrigstiden fik en kort levetid. England gik til guld i april 1925 og måtte gå fra guld igen i september 1931.

Der var ikke noget overraskende i, at lan- dene suspendede guldstandard under Den Store Depression, som de havde gjort under første verdenskrig, og som England havde gjort under tidligere krige og kriser. Det nye var, at suspenderingen af guldstandard blev per- manent.

Det er formålet med artiklen at gøre nær- mere rede for, hvordan guldstandard i 1920'erne fungerede, problemet med knaphe- den på guld, og hvordan Frankrigs guldpolitik fik deflationære effekter. Fokus i artiklen er guldstandard i 1920'erne og de første kriseår.

Frankrig ophobede enorme guld mængder i årene 1928-32 uden at lade guldimporten føre til en tilsvarende vækst i pengemængden som dikteret af guldstandardens "rules of the game". Det lagde et deflationært pres på andre lande fra midten af 1928. Det skete samtidig med, at USA strammede pengepolitikken i foråret og sommeren 1928, og effekten blev forstærket af, at lere centralbanker i 1931 begyndte at veksle deres valutabeholdninger til guld.

Frankrigs guldpolitik var ikke årsagen til Den Store Depression, og som en forklaring på forværringen og spredningen af krisen kan den heller ikke stå alene, men Frankrigs guldpolitik spillede en stor rolle i forværringen af krisen i 1928-32, og hvis Frankrig (og USA) havde overholdt guldstandardens implicite "rules of the games", er det sandsynligt, at recessionen ikke ville have udviklet sig til Den Store De- pression, selv om der var knaphed på guld.

Guldknaphed

Verdens guldproduktion var faldet under verdenskrigen og nåede et lavpunkt i 1920-21, og den svenske økonom, Gustav Cassel², adva- rede op gennem 1920'erne mod, at guldknapheden kunne føre til en konkurrence mellem

² Cassel er måske ikke så kendt i dag, men i begy- ndelsen af 1920'erne var han den mest kendte økonom i verden, Irwin (2014).

centralbanker om at tiltrække guld, og at kon- kurrencen om at føre den strammeste penge- politik ville føre til en verdensomspændende depression.

Cassel frygtede, at både udbudet ville fal- de, og efterspørgslen stige, så guldstandard ikke kunne sikre et stabilt prisniveau. Falden- de priser ville ifølge Cassel (1920) forårsage en depression: "the continued fall in the general level of prices (...) [would] cause a severe eco- nomic depression."

Det skulle vise sig, at Cassels forudsigel- se om guldproduktionen var forkert. Verdens guldreserver voksede med 19 pct. fra 1928 til 1933, Irwin (2012, 11), men hans forudsigelse om den stigende efterspørgsel efter guld skulle derimod vise sig profetisk.

Cassel var i øvrigt skeptisk over for guld- standarden, ligesom han var kritisk over for ønsket om at vende tilbage til guld til før- krigsparitet. Det ville føre til økonomiske van- skeligheder, og politikerne negligerede ifølge Cassel problemerne. Cassel forudså, at landene i sidste ende ville forlade guldstandard frem- for at leve med deflations- og depressionspro- blemerne.

Gold-exchange standarden

Den engelske økonom, Ralph G. Hawtrey, der var ansat i det engelske finansministerium, delte Cassels opfattelse om guldknapheden, men han var ikke så direkte mht. at forudsige deflation og depression.

Hawtrey advokerede for at økonomisere med de knappe guldreserver ved hjælp af den såkaldte gold-exchange standard, hvor der ikke længere cirkulerede guldmønter, og hvor kun kernelandene USA og England skulle hol- de guld som sikkerhed for pengeudstedelsen, mens andre lande helt eller delvist skulle holde udenlandsk valuta (værdipapirer denomineret i pund og dollar) som reserver. Det var ikke nogen ny ide. Allerede ved begyndelsen af 1. Verdenskrig havde den klassiske guldstandard udviklet sig til en de facto gold-exchange stan- dard, Laughlin (1927), Bordo and Eichengreen (1998).

Genovakonferencen 1922

På engelsk foranledning blev der indkaldt

til en international økonomisk konference i april-maj 1922 bl.a. for at forberede en tilbagevenden til guld. England så det som en mulighed for at skabe nogle formelle rammer om det fremtidige samarbejde, og Bank of England fremlagde Hawtreys ide om en gold-exchange standard.

Der kom imidlertid ikke noget konkret ud af konferencen, og planerne om at afholde et møde mellem centralbankerne kom aldrig i stand. Den manglende afklaring af Tysklands krigsskadeerstatninger lagde sig i vejen, og USA deltog ikke i konferencen.

De store lande, Tyskland og Frankrig, betragtede gold-exchange standarden som guldstandardens B-hold og fandt det ydmygende, at de blev tildelt en plads på B-holdet. Frankrig afviste gold-exchange standarden som en udvanding af guldstandarden, der ville øge kreditekspansionen, Mouré (2002, 188-89).

Tilbagevenden til guld

Det var næsten en utænkelig tanke ikke at genetablere guldstandarden efter krigen, men det skulle vise sig vanskeligere end efter tidligere krige og kriser. Alle lande havde finansieret en del af krigsudgifterne monetært, så prisniveauet var ude af takt med den eksisterende guldbeholdning. Dertil kom store statsgældsproblemer, krigsgæld fra Frankrig til England og USA og fra England til USA, og der var problemer med Tysklands krigsskadeerstatninger, der i 1923 førte til Frankrigs og Belgiens besættelse af Ruhrdistriktet, der igen førte til hyperinflationen i Tyskland.

Mange lande ventede på England, der før krigen havde været kernelandet i guldstandarden, men England kæmpede med et for højt prisniveau og en deprecieret valuta. Som det første land vendte Østrig efter genopretningen af sit pengevesen tilbage til guldstandarden i 1923, og Sverige fulgte i marts 1924. Tyskland og Polen fulgte efter senere på året og Ungarn i 1925.

Englands tilbagevenden til guld

Der var en god del national prestige på spil for England mht. at vende tilbage til guld, og der var en god del politisk prestige på spil for den konservative regering. Hvis England blev

tvunget til at forlænge loven om suspenderingen af guldstandarden, ville det være et ydmygende nederlag for premierminister Baldwin.

Det blev betragtet som afgørende for troværdigheden, at England genindførte guldstandarden til førkrigsparitet, men Churchill var i tvivl om det kloge i dét og søgte råd hos både tilhængere og modstandere. Keynes var en af de få, der argumenterede imod en tilbagevenden til guldstandarden, og i *A Tract on Monetary Reform* havde Keynes kaldt guldstandarden for "a barbarous relic", Keynes (1923, 138). Keynes påpegede, at der allerede eksisterede et alternativ til guldstandarden, nemlig et system med flydende valutakurser og fiat penge.

Det var imidlertid nærmest umuligt at vinde gehør for den tanke. Alle dele af det britiske establishment var for at genindføre guldstandarden: alle tidligere regeringer, alle partier i House of Commons, Bank of England, City of London og The Treasury. Federal Reserve i USA pressede også på.

Den 28. april 1925 annoncerede Churchill i sin budget tale i Underhuset, at England ville vende tilbage til guld til førkrigspariteten på £3. 17s. 10½d. per ounce guld svarende til en kurs på 4,8665\$ per pund sterling.

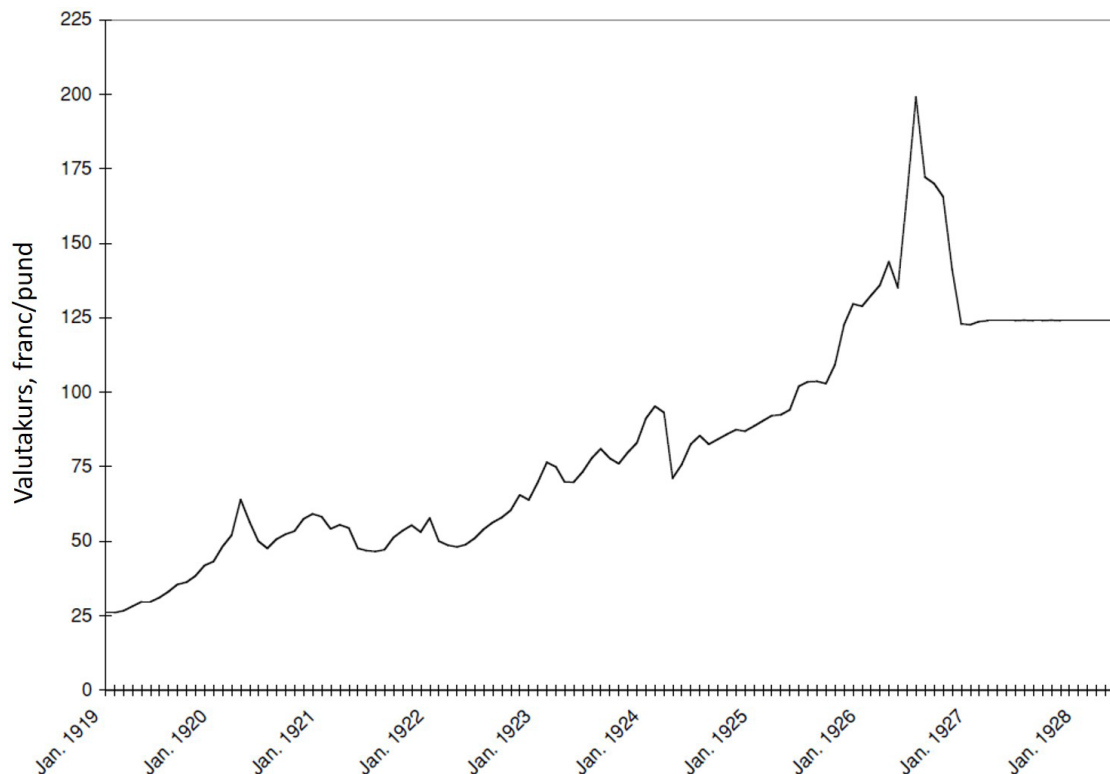
Det blev en beslutning, Churchill skulle komme til at fortryde, og som han år senere betragtede som den største fejltagelse i sit liv, Mayhew (2000, 213).

I pamfletten *The economic consequences of Mr. Churchill* vurderede Keynes, at pundet var 10 pct. overvurderet i forhold til dollaren (en overvurdering, ifølge Eichengreen (2008)), og han kom med en præcis analyse af vanskelighederne ved at gennemføre en deflationær politik, når priser og lønninger var stive nedadtil.

Englands tilbagevenden til guld til førkrigsparitet lagde ikke bare et deflationært pres på engelsk økonomi og førte til betalingsbalanceunderskud i flere år, men det svækkede også Bank of England mulighed for at tiltrække reserver uden at hæve renten til uacceptabelt høje niveauer, Johnson (1997).

Englands tilbagevenden til guld blev fulgt af Commonwealthlandene Australien, New Zealand og Sydafrika, samt Holland og Schweiz. Fra begyndelsen af 1926 var 39 lande vendt tilbage til guld.

Figur 1. Kursen på franc i forhold til britiske pund, månedsdata 1919-1928



Kilde: Mouré (2003)

Stabilisering af francen, december 1926

I første halvdel af 1920'erne led Frankrig under en kombination af budgetunderskud, inflation og depreciering af valutaen, og den politiske ustabilitet var ikke mindre end den monetære. Mellem september 1924 og juli 1926 var der 10 forskellige finansministre i næsten lige så mange regeringer. Frygten for indførelsen af en formueskat på 10 pct. førte til kapitalflugt og depreciering af francen, figur 1. En ny regering trådte til den 23. juni 1926, men allerede den 17. juli blev den væltet, og den efterfølgende regering holdt kun i tre dage.

Den 23. juli 1926 dannede Raymond Poincaré en national samlingsregering uden socialisterne, og samme dag steg kursen til 210. Som både premierminister og finansminister var Poincaré manden, der på randen af hyperinflation sikrede den fornødne politiske stabilitet, fik vedtaget et balanceret budget, og skabte sikkerhed for, at der ikke ville blive indført nogen formueskat.

Det var denne kombination af reformer, Poincarés evne til at skabe politisk opbakning

og hans omdømme som finanspolitisk konservativ, der gav regimeskiftet dets troværdighed.

I december 1926 stabiliseredes francen de facto til en kurs, der var bevidst undervurderet med 15-25 pct. Undervurderingen skabte store overskud på betalingsbalancen og stor import af guld og fremmed valuta.

Frankrigs tilbagevenden til guld

Den formelle genindførelse af guldstandarden måtte afvente valget i maj 1928, der gav Poincaré det fornødne mandat, og den 25. juni fik Poincaréregeringen med stort flertal i begge kamre vedtaget den nye lov, der definerede franc i forhold til guld, Mouré (2003).

Ifølge loven måtte Banque de France ikke længere medregne valutareserven i reservekravet, og Banque de France var forpligtiget til at holde guldreserver på minimum 35 pct. af udstedte pengesedler og anfordringsindskud samt statens indestående i centralbanken, men foretrak at holde mindst 40 pct. og betragtede det med stolthed, da dækningsgraden voksede til 50 pct., Mouré (2002, 188). Loven lagde re-

striktioner på bankens mulighed for at føre en ekspansiv pengepolitik via open market operations³ for at undgå en gentagelse af perioden med høj inflation.

Med den nye lov forlod Frankrig formelt gold exchange standarden, og det forbigik ikke samtidigt opmærksomhed, at det ville lægge et deflationært pres på verdensøkonomien.

Et kludetæppe

Genovakonferencens anbefalinger fik indflydelse på mange centralbanker, og de lande, der genoprettede deres pengevæsen med hjælp fra Folkeforbundet, indførte gold-exchange standarden: Østrig, Danzig, Ungarn, Bulgarien, Estland, Grækenland, Tyskland, Albanien, Belgien, Polen og Rumænien, Nurkse (1944).

Tyskland forlod gold-exchange standarden i juli 1925, og som nævnt gjorde Frankrig det samme i juni 1928.

Fra begyndelsen af 1926 var 39 lande vendt tilbage til guldstandarden, og et par lande mere tilsluttede sig i de følgende år, figur 2.

Guldstandarden i mellemkrigstiden

Ønsket om at genindføre guldstandard

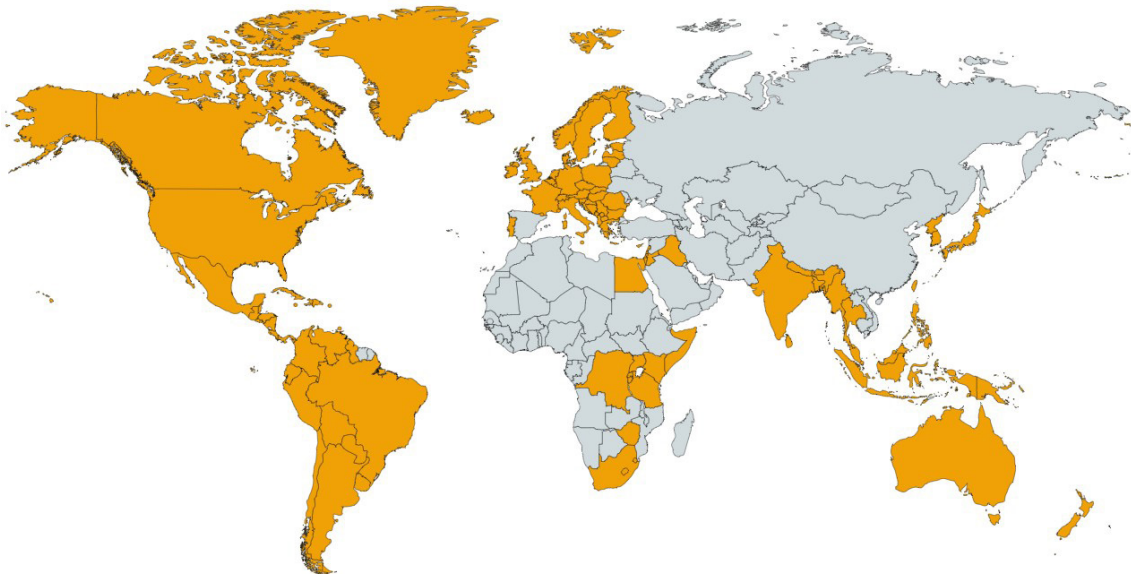
3 Open market operations foregår ved, at centralbanken køber eller sælger statsobligationer til offentligheden for enten at begrænse eller forøge pengemængden.

var en drøm om at kunne skruetiden tilbage, men "verden af i går" var ikke længere. Under den klassiske guldstandard fungerede Bank of England som "conductor of the international orchestra", Keynes (1930), men i mellemkrigs-tiden var Bank of England for svag til at spille den ledende rolle, og USA ønskede ikke at på-tage sig opgaven.

Med udvidelsen af stemmeretten og fremkomsten af arbejderpartier i de nationale parlamenter kunne penge- og finanspolitikken heller ikke længere afskærmes fra politisk pres som tidligere. Churchill udtalte om Bank of Englands Montagu Norman, at han var “perfectly happy in the spectacle of Britain possessing the finest credit in the world simultaneously with a million and a quarter unemployed”, Bernstein (2003, 291), men den tid var forbi. Villigheden til at lade hensynet til guldstandarden gå forud for indenlandske politiske mål var ikke til stede i samme grad som tidligere.

Priser og lønninger var heller ikke så fleksible som tidligere. Fremkomsten af stærke fagforeninger, arbejdsløshedsunderstøttelse og mindstelønninger gjorde, at lønningerne var stive nedadtil, så en kontraktiv pengepolitik i højere grad end tidligere førte til stigende ledighed frem for til faldende lønninger. Bank of Englands forsøg på at presse lønningerne ned

Figur 2 Lande og territorier på guldstandarden omkring 1929



efter tilbagevenden til guldresulterede i høj arbejdsløshed og generalstrejken i 1926. Mellem april 1925 og januar 1929 faldt engelske lønninger kun med 1,5 pct.

Guldstandard i mellemkrigstiden fungerede ikke så smidigt som den klassiske guldstandard. Den sikrede ikke prisstabilitet og betalingsbalanceligevægt, England havde betalingsbalanceunderskud og Frankrig overskud i alle årene 1927-31, og USA havde overskud i størstedelen af 1920'erne, uden at det førte til ligevægtsskabende pristilpasninger.

Politiske og økonomiske institutioner virker ved, at de fastsætter "rules of the game" og påvirker incitamenterne til at handle, og de institutioner, der understøttede den klassiske guldstandard, var ikke længere til stede efter verdenskrigen. Guldstandard i mellemkrigstiden fungerede heller ikke helt på samme måde som den klassiske guldstandard, og den var præget af nogle strukturproblemer, så guldstandard i mellemkrigstiden ikke fungerede som før.

Samfundsmæssige institutioner, der ændrede sig i mellemkrigstiden:

1. Mindre fleksible lønninger end tidligere.
2. Almindelig stemmeret og arbejderpartiers repræsentation i parlamenterne førte til, at politikerne ikke længere kunne negligere andre hensyn end hensynet til guldstandard i den økonomiske politik.
3. England var ikke længere den finansielle og økonomiske leder som før verdenskrigen.

Guldstandard i mellemkrigstiden var præget af en række strukturproblemer:

4. Knapthed på guld. Centralbankernes dækningsgrad var reduceret fra 48 pct. i 1913 til 40 pct. i 1927, Eichengreen (2008, 62). Det kan forekomme at være en mindre nedgang (17 pct.), men da guldreserver er båndlagte og ikke kan benyttes til at gennemføre open market operations, er størrelsen af de frie reserver afgørende, og nedgangen i centralbankernes dækningsgrad indebar en voldsom reduktion i de frie guldreserver. Da markederne begyndte at reagere, så snart en centralbank nåede inden for 10 pct. af reservekravet, var de frie reserver reelt betydelig mindre.

5. Asymmetrisk tilpasningsmekanisme. Lande med underskud på betalingsbalancen, der mister guld, er tvunget til at tilpasse sig ved at stramme pengepolitikken, hvorimod overskudslande ikke er tvunget til at øge pengemængden men kan sterilisere guldimporten, som USA og Frankrig gjorde. Guldstandard havde derfor en deflationær bias.
6. Gold-exchange standarden øgede risikoen for spekulative angreb. En gold-exchange standard er ustabil på samme måde som fractional reserve banking er ustabil, nemlig ved at være eksponeret over for panikdrevne bank-run. Efterhånden som centralbankernes valutabeholdninger voksede relativt til guld, ville der uundgåeligt på et tidspunkt opstå mistillid til guldløseligheden, hvilket ville få centralbanker til at konkurrere om at omveksle til guld. Gulddrænet på kernelandets centralbank ville i bedste fald føre til en indskrænkning af den globale pengemængde og i værste fald tvinge kernelandet fra guld.
7. Faste valutakurser og kapitalmobilitet betyder, at alle lande i ligevægt må have omtrent samme renteniveau og prisniveau for at sikre renteparitet og købekraftparitet, og det enkelte land har en meget begrænset pengepolitisk selvstændighed.
8. Federal Reserve, Banque de France og andre centralbanker blev etableret som statslige centralbanker, der ikke er drevet af et profitmotiv og har derfor ikke som private centralbanker et stærkt økonomisk incitament til holde dækningsgraden tæt på reservekravet.

Politikfejl:

9. England vendte tilbage til guld til førkrigsparitet.
10. Frankrig vendte tilbage til guld til en for høj kurs (francen var deprecieret i forhold til købekraftparitet).
11. Underudviklet finansielt system i Frankrig og Banque de Frances forbud mod open market operations.

Disse institutionelle rammer samt de tre politikbestemte betingelser, 9-11, influerede den måde, hvorpå guldstandard kom til at fungere i mellemkrigstiden.

- I. *Manglen på lederskab*: Der var ikke længe var nogen naturlig leder af guldstandarden, (3), og presset fra vælgerne (2) øgede regeringernes incitament til at fokusere på nationale mål frem for på guldindløseligheden, hvilket igen vanskeliggjorde mulighederne for at etablere et forpligtigende internationalt samarbejde.
- II. *Lav troværdighed*: De stive lønninger, (1), betød, at omkostningerne i form af højere ledighed ved deflation var større end tidligere, og udsat for politisk pres fra den brede befolkning og fagforeninger (2) betød det, at troværdigheden af centralbankernes og politikernes tilslutning til guldstandarden var mindre end tidligere.
- III. *Rules of the game*: Givet den asymmetriske tilpasningsmekanisme (5), og incitamentet til at forfølge indenlandske målsætninger (2), var det sværere at sikre overholdelsen af rules of the game i fraværet af en leder, (I).
- IV. *Frankrigs guldpolitik* var påvirket af, at de gik til guldet til en for høj kurs (9), og den var muliggjort af den asymmetriske tilpasningsmekanisme (5), og Banque de France kunne se stort på rentetabet pga. (8). I fravær af en naturlig leder, (I), var "rules of the game" mindre veldefinerede, (III), og disse forhold influerede Frankrigs guldpolitik, der lagde et deflationært pres på verdensøkonomien under Den Store Depressions første fire år, 1928-32.
- V. *Gyldne lænker*: Guldstandardens "gyldne lænker" (7) lagde restriktioner på pengepolitikken, og tvang landene til at føre en mere kontraktiv pengepolitik end ellers under Den Store Depression pga. den stramme pengepolitik i USA og guldophobningen i Frankrig.

Det giver ikke meget mening at skelne skarpt mellem guldstandarden og den pengepolitik, der blev ført. Guldstandarden som et regime eller institution påvirkede pengepolitikken ved at fastsætte spillereglerne, sætte grænser og påvirke incitamenterne, selv om der stadig er et betydeligt diskretionært element i den økonomiske politik. Økonomisk politiske beslutninger træffes af historiske personer inden for nogle givne institutionelle

rammer, og de er påvirket af de informationer, de har til rådighed, deres fortolkning af virkeligheden og deres ideologiske forestillinger. Ifølge Eichengreen and Temins (2000, 2010) var de politiske beslutningstagere influeret af en guldstandardideologi eller -mentalitet, hvilket forklarer hvorfor England gik til guldet til førkrigsparitet i 1925, Frankrigs guldpolitik (Mouré (2002)), og hvorfor de politiske ledere i flere år førte en økonomisk politik, der var direkte skadelig for den indenlandske økonomi i stedet for at opgive guldstandarden.

Den franske "gold sink"

Under krigen havde USA tredoblet sin guldbeholdning og lagde i 1923 beslag på 44,4 pct. af verdens beholdning af monetært guld. En fjerdedel af det var "fri guld" – dvs. guld der oversteg reservekravet på 40 pct. Og den andel steg frem til 1930, figur 4.

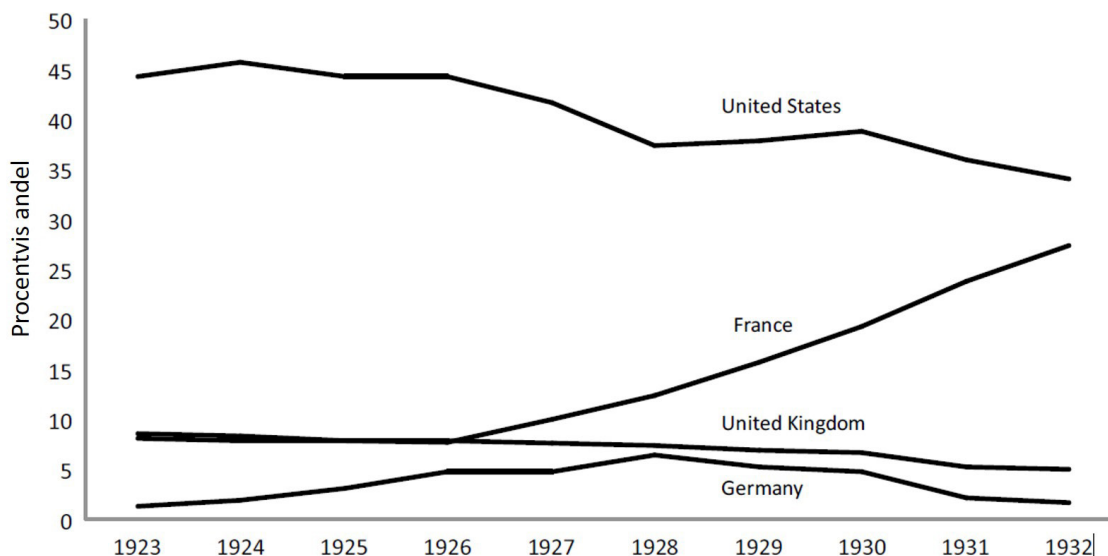
Mellem december 1926 og 25. juni 1928, der var datoen for den juridiske stabilisering af francen, erhvervede Banque de France udenlandsk valuta for mere end 26 mia. franc (over 1. mia. dollar) og guld for mere end 10 mia. franc, Nurkse (1944). Med et reservekrav på 35 pct. skulle det kunne øge pengeudstedelsen med næsten det tredobbelte, altså knap 100 mia., men pengeudstedelsen forøgedes kun med 3,5 mia. franc, og M1 (der også omfatter anfordringsindskud i banker) øgedes kun med 24 mia. franc, Johnson (1997, 15).

Mellem 1926 og første halvdel af 1928 mistede den amerikanske centralbank guldreserver som følge af en stor kapitaleksport og långivning til udlandet, ikke mindst til Tyskland, der havde et stort behov for kapital. Det gjorde det også muligt for Tyskland at opbygge sine guldreserver, der voksede frem til 1928, figur 3.

I december 1928 var verdens guldbeholdning omkring 5 pct. højere end året før. Frankrig lagde beslag på 3 procentpoint af forøgelsen af verdens guldreserver, men da USA's guldeksport udgjorde omkring 2 pct., så voksede guldreserverne til rådighed for resten af verden med 4 pct. gennem 1928, Irwin (2012, 14).

Situationen ændrede sig i 1929, hvor USA igen begyndte at importere guld med det resultat, at resten af verden mistede 3 pct. af sine guldreserver. Det samme skete i 1930, men i

Figur 3. Fordelingen af verdens guldreserver 1923-32.



Kilde: Irwin (2012, 14).

1931 forværredes situationen: Verdens guldbeholdning voksede med 3 pct., men Frankrig akkumulerede yderligere 8 pct. af verdens guldbeholdning, hvoraf 2 pct. kom fra USA, så guldbeholdningen til rådighed for resten af verden faldt med 3 pct.

Den samlede effekt var betydelig. I december 1932 var verdens guldreserver 24 pct. over niveauet i 1927, men Frankrig absorberede næsten hele stigningen, efterladende resten af verden med guldreserver ved udgangen af 1932, der ikke var højere end fem år tidligere.

Tilsammen holdt USA og Frankrig mere end 60 pct. af verdens monetære guldbeholdning i 1932, Eichengreen (2008, 63). Fra december 1926 til juni 1932 voksede Frankrigs andel af verdens monetære guldbeholdning fra 8 pct. til 28 pct. USA havde også akkumuleret guld i de kritiske år 1929 og 1930, men det var primært Frankrig, der systematisk akkumulerede guld i hele perioden fra 1926 til 1932, der lagde det deflationære pres på resten af verden.

I de tre afgørende kriseår, 1929-31, mistede resten af verden omkring 8 pct. af verdens guldbeholdning svarende til omkring 15 pct. af de pågældende landes guldbeholdning. Det lagde en stort deflationært pres på økonomierne.

Sterilisering⁴ i USA og Frankrig

USA gennemførte open market operations for at sterilisere guldimporten, hvorimod Frankrig ikke steriliserede guldimporten på traditionel vis. Alligevel førte den enorme mængde guld, der ophobedes i Banque de France, ikke til en tilsvarende vækst i pengemængden.

I tiden efter stabiliseringen af francen i december 1926 intervenserede Banque de France i valutamarkedet for at undgå en appreciering, og budgetoverskud placeredes i Banque de France ved at tilbagebetale statens kortsigtede gæld til Banque de France. Fra slutningen af 1926 til midten af 1928 blev to tredjedele af guldindstrømningen neutraliseret ved at reducere statens gæld til Banque de France, Nurkse (1944).

Banque de France steriliserede ikke guldimporten på traditionel vis via open market operations efter 1928. Ophobningen af guld var snarere resultatet af et underudviklet finansielt system, og de bindinger, der var lagt på Banque de France via loven fra august 1928. Det fran-

⁴ Sterilisation eller neutralisering betyder, at den øgede mængde guld ikke førte til en tilsvarende forøgelse af pengemængden. Sterilisation foregår typisk med open market operations, hvor centralbanken sælger værdipapirer for at opsuge likviditet og dermed reducere pengemængden.

ske finansielle system var mindre udviklet end det engelske og amerikanske, og bl.a. var brugen af checks mere begrænset. Der var heller ikke noget aktivt interbankmarked i Frankrig, og de private forretningsbanker var utilbøjelige til at låne af Banque de France. De særlige træk ved Frankrigs finansielle system betød, at kreditoverbygningen på guldbeholdningen var mindre, så en given udvidelse af de brede pengemængdebegreber krævede mere guld i Frankrig end i England eller USA, Eichengreen (1986), Johnson (1997, 33), Irwin (2012).

Ifølge Eichengreen (2008, 64) havde Frankrig andre muligheder for at øge pengemængden og begrænse guldimporten, bl.a. kunne Banque de France have sænket diskontoen og gjort det mere attraktivt for private banker at optage lån med sikkerhed i værdipapirer.

Banque de Frances guldbeholdning voksede med 115 pct. fra 1928 til 1931. Pengebasen (den udestående mængde af sedler og mønter) voksede med 37 pct. i samme periode, men pengemængden M2 voksede kun med 2 pct. Der forekom altså et dramatisk fald i penge-

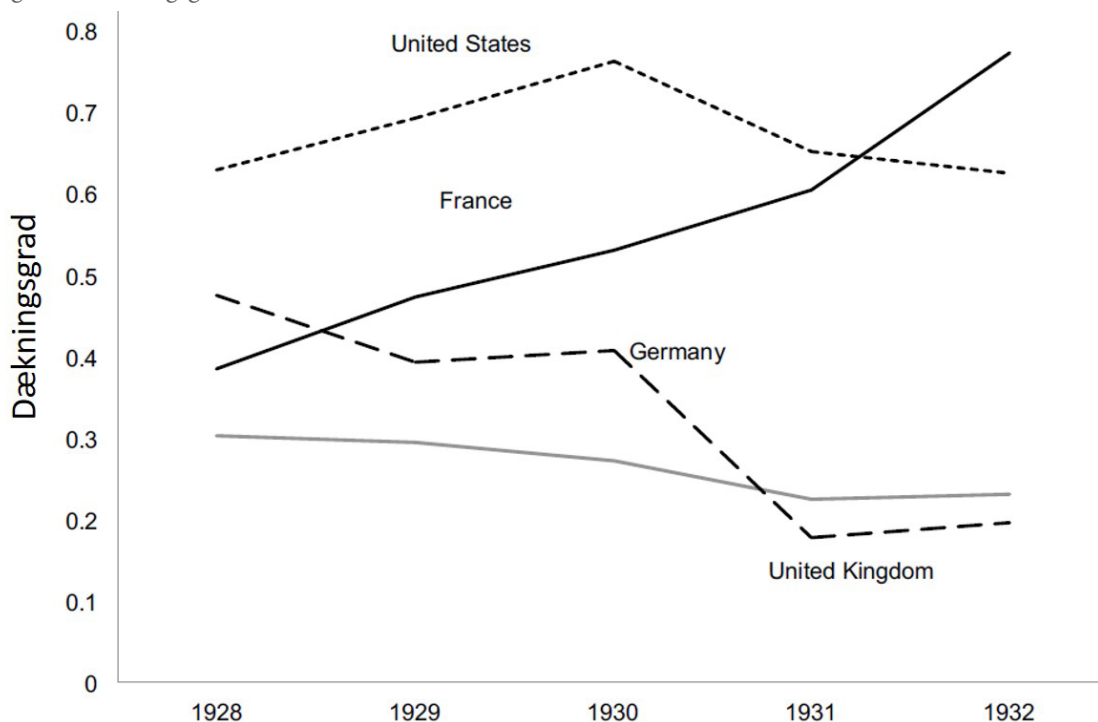
mængdemultiplikatoren, siden en forøgelse af pengebasen på 37 pct. kun førte til en forøgelse af M2 på 2 pct., Irwin (2012, 21).

Effekten af guldindstrømningen ses på centralbankernes dækningsgrad, figur 4. Dækningsgraden er forholdet mellem en centralbanks guldreserver og dets forpligtelser (udstedte pengesedler og indskud). Alle centralbanker var underlagt reservekrav, men det var en bund, og der var ikke noget loft over dækningsgraden.

Hvis centralbanker ikke steriliserede guldindstrømning, ville dækningsgraden være omtrent konstant i alle centralbanker. Som det fremgår af figur 4, voksede dækningsgraden dramatisk i Frankrig fra 1928. I 1930 var den over 50 pct., den nåede 55 pct. i januar 1931, og i 1932 var den vokset til næsten 80 pct.

I USA var dækningsgraden over 60 pct. i 1928, og den steg yderligere til næsten 80 pct. i 1930, før den begyndte at falde i takt med guldudstrømningen fra USA, figur 4.

Figur 4. Dækningsgrad i de største centralbanker, 1923-32.



Kilde: Irwin (2012, 17).

Note: Alle tal er fra december måned pågældende år

Skurkene

Både USA og Frankrig kan kritiseres for ikke at efterleve guldstandardens implicitte "rules of the game". Guldophobningen i både USA og Frankrig bidrog til knapheden på guld i resten af verden, men de fleste økonomiske historikere giver Frankrig størstedelen af skylden.

Således skriver Johnson (1997, 147), at "while the United States did little to hinder the decline in world prices, especially after 1928, French policy can be charged with directly causing it."

Mouré (2002, 180) er af samme opfattelse: "The magnitude and timing of French gold absorption from mid-1928 to 1930 imposed a greater constraint on systemic monetary expansion than the gold accumulation in the United States during the same period."

Irwin (2011) skriver, at "France played a significant role in bringing about the great price deflation in the early 1930's. (...) France deserves almost equal billing with the United States for having forced other countries to pursue a tighter monetary policy and thus initiating the worldwide deflationary spiral."

Samtidens reaktioner

I 1929 erkendte Keynes, at Cassel havde haft ret i, at der ville opstå knaphed på guld. Frankrig havde ikke alene akkumuleret en stor mængde guld, men Banque de Frances beholdning af valuta i Bank of England og i Fed var tilmed så enorme, at de var tre til fire gange så store som Bank of Englands frie reserver og udgjorde tre fjerdedele af de frie reserver i alle de amerikanske federal reserve banks. Det var dermed givet, at "we all survive, and the Bank of England in particular, by the favour of the Bank of France," Keynes (1929).

Frankrig benægtede ikke overraskende, at deres politik var ansvarlig for indstrømningen af guld. De erklærede i deres årsrapport fra 1929, at det alene var et resultat af tilliden til den økonomiske politik i Frankrig. Ligeledes benægtede de, at de steriliserede guldindstrømningen, Eichengreen (1986), Mouré (2002).

Manglende centralbanksamarbejde

Selv hvis Frankrig havde været i stand til at handle anderledes, er der ikke meget, der tyder på, at de pengepolitiske myndigheder i Frankrig var villige til at gøre det. Banque de France ønskede ikke, at guldindstrømningen skulle føre til inflation og apreciering af valutaen.

Det viste sig i foråret 1927, hvor Montagu Norman mødtes med Moreau fra Banque de France i Paris for at overtale Frankrig til at nedsætte renten, men Moreau insisterede på, at tilpasningen påhvilede underskudslandet, Eichengreen (1984).

Igen i januar-februar 1931 henvendte briterne sig til deres franske modparter for at overtale Frankrig til at ændre på sin pengepolitik, men de franske myndigheder insisterede på, at guldindstrømningen var et resultat af deres sunde økonomiske politik, at de intet havde gjort for at fremme den, og at de intet kunne gøre for at stoppe den, Mouré (2002, 183-86). I stedet anbefalede de, at England skulle hæve renten.

Det var ikke så lidt af en hån, når Frankrigs guldpolitik tvang de andre lande til at føre en kontraktiv pengepolitik, og Frankrig så opfordrer dem til at føre en endnu mere kontraktiv pengepolitik midt under en dyb recession.

Heller ikke samarbejdet med Federal Reserve fungerede efter 1928. Samarbejdet før 1928 var aldrig rigtig blevet testet, for i de tilfælde, hvor Fed ændrede politik på foranledning af Bank of England, havde indenlandske omstændigheder allerede gjort det fordelagtigt for Fed, så Fed var aldrig presset til at tilside-sætte indenlandske hensyn for hensyn til guldstandard.

I 1928-29 var indenlandske og internationale hensyn for første gang i strid med hinanden, og i den situation hvor en rigelig likviditet i USA øgede spekulatjonen og boomet på Wall Street, valgte Fed at stramme pengepolitikken, selv om andre lande var i betalingsbalanceproblemer.

Også under bankkriserne i Østrig, Tyskland og den endelige finansielle krise i England fejlede det internationale samarbejde, ligesom det fejlede under World Economic Conference i juni 1933.

Den Store Depression

I USA var 1920'erne "brølende", men for England var det et tabt årti, og i Vesteuropa generelt var 1920'erne en periode med høj ledighed, statsgældsproblemer og politisk og monetær uro. De europæiske lande – med undtagelse af Frankrig – var dårligt rustede til at stå imod et større økonomisk tilbageslag.

Det samme var tilfældet for de store råvareproducerende og landbrugsvareeksporterende lande, der var presset af overskudsproduktion og faldende priser, Kindleberger (1973). I Australien var den økonomiske afmatning sat ind allerede i slutningen af 1927, og recessionen spredte sig til de andre store landbrugseksportører som Brasilien i 1928 og til Argentina, Canada og Polen i første halvdel af 1929.

I USA toppede konjunkturcyklen i andet kvartal 1929. Industriproduktionen toppede i august, bilproduktionen var toppet i marts måned, og det samme var industrieksporten.

Mindst fire andre lande i Europa var i en recessionsfase inden krakket på Wall Street: England, Tyskland, Italien og Østrig fra midten af 1928.

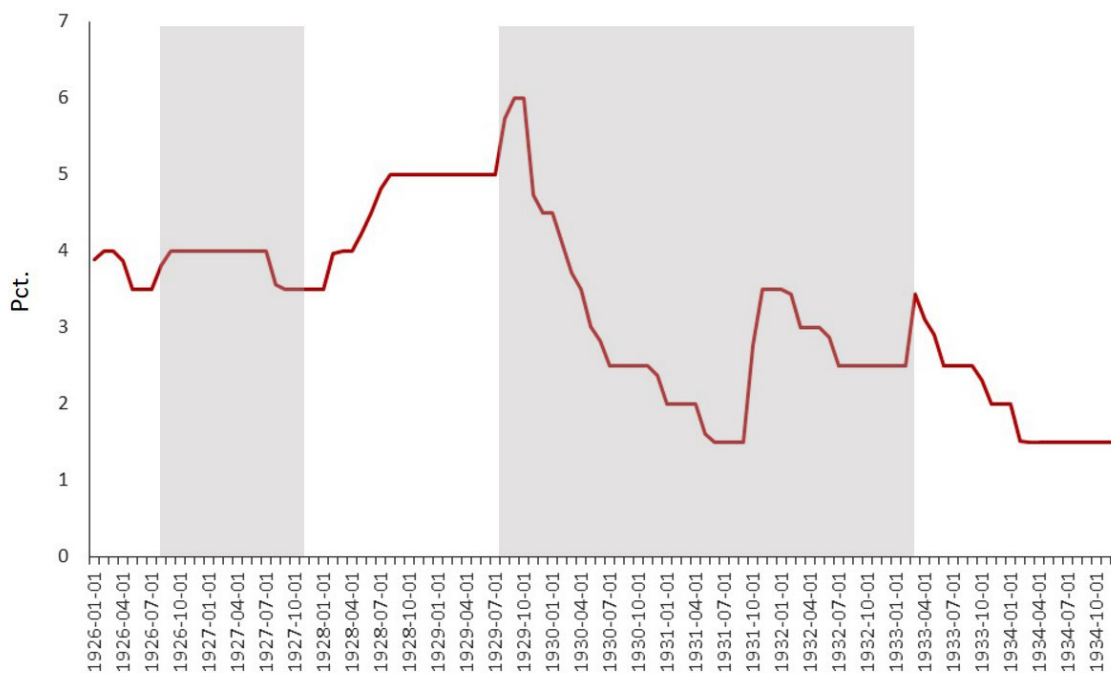
Stramningen af amerikansk pengepolitik i 1928

Det er en udbredt opfattelse, at krisen i 30'erne startede med krakket på Wall Street i oktober 1929, men krakket var ikke den udløsende faktor. Derimod forværrede krakket i voldsom grad en økonomisk nedtur, der allerede var i gang, og det satte gang i en deflationær spiral, der fik betydelig effekt på recessionen i det første år, 1929-30.

Den udløsende faktor var stramningen af amerikansk pengepolitik fra februar til juli 1928, hvor diskontoen blev hævet fra 3,5 til 5 pct., figur 5, og Fed gennemførte open market operations for at begrænse pengemængden. Hamilton (1987) vurderer, at "in terms of the magnitudes consciously controlled by the Fed, it would be difficult to design a more contractionary policy than that initiated in January 1928."

Stramningen af pengepolitikken i 1928 var ifølge Friedman og Schwartz den første af fire fejl, Fed begik under Den Store Depression. Økonomien var kun lige akkurat kommet ud af en svag recession, og der var ingen større problemer med inflation, så der var ingen særlig grund til at stramme pengepolitikken.

Figur 5. Diskontoen i Federal Reserve Bank of New York, 1926-1934, pct. månedsdata



Kilde: Federal Reserve Bank of St. Louis, Research. <https://fred.stlouisfed.org/series/M13009USM156NNBR>

Note: De skraverede områder angiver recessionsperioder ifølge NBER, <http://www.nber.org/cycles.html>

Hovedmotivet var at lægge en dæmper på aktiekursudviklingen, Friedman and Schwartz (1963, 290), Hamilton (1987), og sekundært at dæmpe op for guldudstrømningen.

Selv om diskontoen blev hævet fra 3,5 til 5 pct., så steg bankernes "call lending rate" endnu mere. De store kursstigninger på børsen i New York gjorde det til en bedre forretning at låne ud til spekulation i aktier frem for at låne ud til udlandet, Friedman and Schwartz (1963, 289), Hamilton (1987). Det endte med at sætte en stopper for amerikansk långivning til udlandet i andet halvår af 1928.

Hvis der havde været flydende valutakurser i mellemkrigstiden, så ville renteforhøjelserne i USA have ført til en appreciering af dollaren, der ville have forbedret konkurrenceevnen i resten af verden i forhold til USA, men nu var guldstandarden den internationale transmissionsmekanisme, og i et fastkursregime er andre lande tvunget til at følge renten i det økonomisk dominerende land, hvis ikke kapitaleksporten skal føre til en depreciering og true guldindløseligheden.

Guldstandarden transmitterede derfor den pengepolitiske stramning til resten af verden, hvilket bidrog til at skabe en global recession, der ydermere skabte en negativ feedback til USA via faldende eksport.

Nedgangen i amerikansk långivning ramte især de råvareproducerende lande i Latinamerika og Australien, der i forvejen var ramt af overproduktion og faldende eksportpriser, og de reagerede ved at sænke priserne på deres eksportvarer endnu mere. Faldet i råvare- og landbrugspriser havde dels realøkonomiske årsager i en global overproduktion, Kindleberger (1973), og dels monetære årsager.

Kombinationen af stigende renter og faldende priser førte til stigende reale gældsbyrder, der ramte mange landbrugsproducenter hårdt. Det førte til betalingsstandsninger, og mange lande havde ikke længere råd til at importere kapitaludstyr og andre industrivarer fra USA og Europa.

Også mange amerikanske landmænd var hårdt ramt. 1920'erne var et kritisk årti for amerikanske landmænd, der havde oplevet et voldsomt boom under første verdenskrig, der havde ført til overinvesteringer og en høj

gældsbyrde. Mod slutningen af 1920'erne var amerikanske landmænd belastet af overproduktion, faldende landbrugspriser og en høj gældsbyrde. Allerede før krisen satte ind, røg et stort antal landbrug på tvangsauktion, således gik 18 pct. af alle landbrug på tvangsauktion mellem 1926 og 1929, Irwin (2011). Med næsten en fjerdedel af arbejdsstyrken beskæftiget i landbruget, kunne Kongressen ikke negligere problemerne, og det var en væsentlig del af baggrunden for vedtagelsen af Smoot-Hawley toldloven i 1930, se nedenfor.

England blev særlig hårdt ramt

England blev uforholdsmæssigt hårdt ramt. England havde betalingsbalanceunderskud i både 1928 og 29, så renteforhøjelserne i USA lagde ekstra pres på England, og med et forestående parlamentsvalg og høj arbejdsløshed kunne en engelsk renteforhøjelse få alvorlige politiske konsekvenser.

England kom ydermere under pres, fordi faldende landbrugspriser skabte underskud i de landbrugseksporterende dele af imperiet, der som følge deraf trak på deres indeståender i London.

Den stramme pengepolitik blev forstærket af finanspolitiske stramninger i overensstemmelse med "the Treasury View". Ifølge "The Treasury View" vil enhver lånefinansieret ekspansion i den offentlige efterspørgsel nødvendigvis fortrænge privat efterspørgsel, så nettoeffekten på produktion og beskæftigelse er nul.⁵ Da BNP stagnerede, og ledigheden voksede, faldt skatteindtægterne, hvilket lagde pres på de offentlige finanser. Det var opfattelsen, at budgettet skulle balancere for at sikre tilliden til sterling.

Krakket på Wall Street

Aktiekursstigningerne på Wall Street havde været en kilde til bekymring allerede i september 1925, hvor chefen for New York Federal Reserve Bank, Benjamin Strong, skrev til Bank of Englands Montagu Norman, at "We all feel that the Stock Exchange speculation may reach

⁵ Det var den opfattelse af finanspolitikens virkninger, som Keynes gjorde op med i sin *General Theory of Employment, Interest and Money* fra 1936.

a point where some action will need to be taken,” Johnson (1997, 160).

Stramningen af pengepolitikken i 1928 var imidlertid for lempelig til bryde den spekulative boble men for stram til at sikre en stabil økonomisk vækst, og den var et eksempel på det uforenelige i at pengepolitikken skal “serve two masters”, Friedman og Schwartz (1963, 291). De højere renter ramte bygge- og anlægssektoren, ligesom landbruget blev ramt af både faldende priser og højere renter, der øgede landbrugets reale gældsbyrde. Bilproduktionen blev også ramt. Den toppede i marts måned 1929 med 622.000 producerede biler faldende til 416.000 i september, Kindleberger (1973).

I løbet af 1929 voksede nettoimporten af guld til USA og Frankrig til næsten det dobbelte af årets guldproduktion. Det øgede deflationære pres på verdensøkonomien.

Det var den begyndende recession og renteforhøjelserne, der endte med at udløse krakket på Wall Street – der dog nok ville være kommet på et eller andet tidspunkt under alle omstændigheder.

Den 9. august 1929 hævede Fed diskontoen til 6 pct. i et forsøg på at dæmpe spekuleringen på Wall Street, men da var industriproduktionen allerede begyndt at falde. Aktiemarkedet fortsatte derimod sin stigning indtil den 7. september, hvor Standard & Poors composite price index for 90 aktier nåede op på 254. Frem til den 4. oktober faldt kursen helt udramatisk til 228, hvorefter indekset igen steg til 245 den 10. oktober. Det efterfølgende fald resulterede i panik den 23. oktober, hvorefter store beholdninger af aktier blev dumpet på markedet. Den 29. oktober – Black Tuesday – faldt indekset til 162. Årets lavpunkt nåedes den 13. november, Friedman and Schwartz (1963, 305).

Allerede inden Feds sidste diskontoforhøjelse havde Montagu Norman informeret Finansministeriet i England om, at medmindre tingene ændrede sig i USA og Frankrig, kunne England blive tvunget fra guld. Krakket på Wall Street reddede England

Aktiekursfaldet smittede og førte til et globalt kursfald. Udenlandske banker og centralbanker trak lån hjem fra USA, og der opstod en generel kreditklemme og likviditetsmangel på markedet, hvilket førte til faldende investe-

ringer, aflysning af ordrer og en stigning i konkurserne.

Den Store Kontraktion

Krakket på Wall Street kom få måneder efter, at recessionen var sat ind, og industriproduktionen var allerede faldet med knap fire pct. siden toppen i august, ligesom priser og personlige indkomster var faldende. Alligevel var kontraktionen i amerikansk økonomi efter krakket usædvanlig hurtig, og årsagen er stadig til debat. Mange faktorer har spillet ind: Store formuetab pga. krakket, en pludselig opstået likviditetskrise og kreditklemme, der har ført til et stort fald i investeringerne, faldende forbrugertillid og forbrugsefterspørgsel, en landbrugssektor i krise, faldende eksport pga. betalingsbalanceproblemer i udlandet og faldende beskæftigelse pga. stigende reallønninger som følge af deflationen.

Prisen på landbrugsprodukter havde været faldende fra foråret 1929, men efter krakket kollapsede de nærmest. Prisen på landbrugsprodukter faldt i gennemsnit med 20 pct. fra 1929 til 1930 og med yderligere 25 pct. til 1931, Eichengreen (1992, 228).

Engros- og landbrugspriser faldt markant mere end forbrugerpriserne, der i højere grad faldt med faldet i pengemængden.

Industriproduktionen faldt dramatisk. Bilproduktionen faldt fra 440.000 i august til 319.000 i oktober, 169.500 i november og 92.500 i december, Kindleberger (1973, 124).

Fed reagerede med at føre en ekspansiv pengepolitik. Diskontoen blev sænket til 5 pct. den 1. november og til 4,5 pct. den 15. november, og Bank of England sænkede diskontoen tre gange mellem den 29. oktober og udgangen af året. Østrig, Belgien, Danmark, Tyskland, Ungarn, Sverige og selv Frankrig fulgte efter med diskontonedsættelser.

Kreditklemmen og likviditetsproblemerne lettet mod slutningen af året, men da var det for sent. Industriproduktionen og priserne var i frit fald. Pengenes omløbshastighed faldt med 13 pct. fra 1929 til 30, og pengemængden faldt, om end ikke nær i samme målestok. Faldet i pengemængden afspejlede Feds udestående kredit, der mere end ophævede stigningen i guldbeholdningen, Friedman and Schwartz

(1963, 308).

Feds manglende vilje til at gennemføre endnu større open market operations skyldes ifølge Eichengreen (1992, 251) det "liquidationist" syn på krisen, der prægede The Federal Reserve Board. De mente, at det var sundt, om investeringer i overkapacitet blev likvideret for at genskabe produktiviteten, og usundt at en endnu mere ekspansiv pengepolitik skulle belønne de uansvarlige. Finansminister Andrew Mellon anbefalede præsident Hoover at "Liquidate labor, liquidate stocks, liquidate the farmers, liquidate real estate (...) purge the rottenness out of the system (...) People will work harder (...) and live a more moral life."⁶

Spredningen af krisen

Aktiekursfaldet på Wall Street smittede, og næsten alle de europæiske landes børser faldt, men den primære transmissionsmekanisme var guldstandarden, der tvang alle lande til at holde omtrent samme pris- og renteniveau som i USA, hvis de skulle undgå en appreciering eller depreciering af valutaen.

Der fulgte en global monetær kontraktion, idet kreditorlande steriliserede guldimporten, så pengemængden M1 voksede mindre end pengebasen i USA. På trods af rentenedsættelserne var pengepolitikken målt på pengemængden stram i løbet af 1930, og på grund af deflationen var de forventede realrenter over 10 pct. i 1930 og 1931. Guldstandarden hindrede andre lande i at føre en mere ekspansiv pengepolitik end USA.

Konjunktturnedgangen i USA betød et fald i den amerikanske import på over 20 pct. fra september til december 1929, og den faldende import førte til betalingsbalanceproblemer i udlandet, ligesom verdenshandlen begyndte en kontraktion, der først endte i 1933.

Engrospriserne faldt næsten synkront i USA, England, Tyskland og Frankrig fra 1929 til 1932, og korrelationen mellem priserne var langt højere end mellem industriproduktionen i de fire lande, Temin (1993).

Guldstandarden begyndte at krakelere i periferien allerede i slutningen af 1929. Argentina og Uruguay suspenderede guldindløseligheden. Citatet stammer fra Hoovers selvbiografi, citeret i Eichengreen and Temin (2010).

heden i december 1929, Canada indførte en embargo på guldeksport, og Brasilien, Chile, Paraguay, Peru, Venezuela, Australien og New Zealand indførte begrænsninger på guldindløseligheden, så deres valutaer begyndte at flyde.

I 1930 fortsatte Fed med at sænke diskontoen, hvilket skete fire gange med en halv procentpoint i februar, marts, maj og juni 1930, hvor diskontoen nåede ned på til 2,5 pct. England og Tyskland fulgte efter New York med tilsvarende diskontonesættelser, dog med et halvt procentpoint renteforskel til New York. Rentefaldet var imidlertid slet ikke nok til at kompensere for det faldende prisniveau, så ex post realrenten steg.

Krisen syntes at aftage i begyndelsen af 1930, men hen mod sommeren faldt priserne igen. Hovedårsagen til faldet i pengemængden var en unødvendig kontraktiv pengepolitik i USA, men Frankrigs guldreserver voksede også med 11 mia. franc fra maj til december 1930, Mouré (2002, 183). Pengebasen faldt i USA i forhold til reserverne fra foråret 1928 og frem til andet kvartal 1931, Bernanke and Mihov (2000), og guldimporten til USA og Frankrig blev steriliseret. Friedman and Schwartz (1963, 361) skriver: "We not only sterilized it, we went much further. Our money stock moved perversely, going down as the gold stock went up. In August 1929, our money stock was 10.6 times our gold stock; by August 1931, it was 8.3 times the gold stock. The result was that other countries not only had to bear the whole burden of adjustment but also were faced with continued additional disturbances in the same direction, to which they had to adjust."

Bernanke and Mihov (2000) skriver, at: "Between mid 1928 and the financial crisis that began in the spring of 1931, the Fed not only refused to monetize the substantial gold inflows to the United States but actually managed to convert positive reserve inflows into negative growth in the M1 money stock. Thus Fed policy was actively destabilizing in the pre-1931 period."

Protektionisme og verdenshandlen

I juni 1930 vedtog Kongressen i USA Smoot-Hawley toldloven,⁷ der forhøjede
7 Smoot-Hawley var ikke en konsekvens af krisen.

den gennemsnitlige told med næsten 20 pct. Smoot-Hawley fik en negativ effekt på både amerikansk økonomi og på verdensøkonomien og førte til et fald i de amerikanske forbrugeres levestandard, ligesom eksporten faldt, fordi udlandet var tvunget til at importere mindre som følge af deres faldende eksport.

Vedtagelsen af Smoot-Hawley loven førte til umiddelbar gengældelse fra Canada samt fra en række europæiske lande, men den var ikke årsagen til den bølge af protektionisme, der prægede 1930'erne. Det var derimod den finansielle krise i Østrig, Ungarn og Tyskland i maj 1931, og især efter Englands suspendering af guldindløseligheden i september indførte en række lande valutakontrol eller handelsrestriktioner.⁸

Spredningen af handels- og valutarestriktioner førte til et fald i verdenshandlen på 16 pct. fra tredje kvartal 1931 til tredje kvartal 1932. Også den amerikanske eksport faldt kraftigt.⁹ Verdenshandlen trak sig sammen nærmest måned for måned frem til marts 1933.

Bankkriser

Virkningerne af Den Store Deflation var en hovedårsag til de bankkriser, der ramte USA i 1930, 1931 og 1933. Den første bankkrise i ok-

tober 1930 begyndte med et stort antal bankkrak i en række midtvestlige landbrugsstater, og den smittede, så 256 banker gik ned i november og 352 banker i december. Der var generelt tale om små banker, indtil den største kommercielle bank i USA målt på indskud, Bank of The United States, gik konkurs i december.

Bankkrisen førte til udtræk af indskud i banker og en forøgelse af pengebasen. Penge-mængdemultiplikatoren faldt, men den samlede effekt på pengemængden var begrænset.

Den anden bankkrise ramte i marts 1931, og den fik en langt større effekt på pengemængden. Fra februar til august 1931 faldt indskud i banker med 2,7 mia. \$ eller næsten 7 pct., Friedman and Schwartz (1963, 315)

Omfanget af bank runs og konkurser mellem 1930 og 1933 oversteg alle tidligere erfaringer, og de blev gradvist værre og værre. Antallet af banker blev omtrent halveret fra 1929 til 1933. Alene frygten for bank runs fik indskydere til at trække deres penge ud af bankerne med det resultat, at indskuddene faldt. Det reducerede pengemængdemultiplikatoren og var en hovedårsag til, at pengemængden faldt med en tredjedel fra august 1929 til marts 1933.

Den første bankkrise i oktober 1930 blev alvorlig men kortvarig, og i foråret 1931 var der grund til svag optimisme. Industriproduktionen voksede med syv pct., og Dow Jones steg med otte pct.

En række latinamerikanske lande måtte dog fortsat holde høje renteniveauer for at undgå kapitalflugt, og flere lande blev tvunget til at suspendere rentebetalingerne på deres udlandsgæld. Det førte til et dramatisk fald i den udenlandske långivning, og England kom under pres pga. manglende rentebetalinger.

Det var ikke kun USA, der led under bankkriser. En lang række europæiske lande samt Japan, Argentina, Ægypten og Tyrkiet oplevede bankkriser, men Spanien, der ikke var på guldstandard, slap for finansielle kriser, Temin (1993).

I maj 1931 gik Østrigs største bank ned, og krisen smittede til Ungarn og Tyskland. Ty-ske, østrigske og ungarske banker var stærkt afhængige af udenlandske indskud, og da va-

Herbert Hoover havde under sin præsidentvalgkamp i sommeren 1928 lovet at hæve toldsatsene bl.a. for at støtte landbruget, der kæmpede med faldende priser. Hoover påbegyndte lovgivningssprocessen så snart, han var blevet indsat i marts måned 1929.

⁸ Som en stor landbrugseksportør blev Danmark hårdt ramt af landbrugsprotektionismen, og Danmark indførte valutakontrol. I slutningen af 1931 var 95 pct. af værdien af Danmarks import underlagt restriktioner. Danmark gik fra at være et af de mest liberale lande i Europa på det handelspolitiske område til et land, hvor der var en større regulering af det økonomiske liv end i noget andet land, muligvis med undtagelse af Tyskland, Eichengreen and Irwin (2010).

⁹ Eksporten udgjorde kun omkring 7 pct. af BNP i USA, og en typisk vurdering af effekten er formuleret af Irwin (2012): "most economists, both liberal and conservative, doubt that Smoot-Hawley played much of a role in the subsequent contraction." I USA. Derimod bidrog den til at lægge ekstra pres på underskudslandenes betalingsbalancer.

lutaudlændinge begyndte at trække deres indskud ud, kom de i problemer, og centralbankernes likviditetstilførsel skabte usikkerhed om guldindløseligheden. Det førte til indførelsen af valutakontrol og de facto suspendering af guldstandarden.

Efter Englands suspendering af guldstandarden i september 1931 spredtes frygten for devalueringer, og en række centralbanker begyndte at omvexle deres dollarbeholdninger til guld i USA, hvilket betød en stor udstrømning af guld. Fed reagerede ved at hæve diskontoen, men det skete på et tidspunkt, hvor konjunktursituationen ville have tilsagt, at pengepolitikken skulle være blevet lempet.

Stramningen af pengepolitikken blev fulgt af en dramatisk stigning i antallet af bankkrak. Alene i oktober 1931 gik 522 banker konkurs, og mellem oktober 1931 og januar 1932 lukkede 1.860 banker med samlede indskud på 1.449 mio. \$. Pengemængden faldt med 12 pct. fra august 1931 til januar 1932.

En ny bølge af bankkrak ramte USA i fjerde kvartal 1932. I første omgang var det banker i

Midtvesten og den vestlige del af USA, der blev ramt, men bankkrisen udviklede sig i januar og toppede i februar-marts 1933. Diskontoen blev hævet i februar, og stigende panik bredte sig til New York banker i begyndelsen af marts, der endte med USA's suspendering af guldstandarden, se nedenfor.

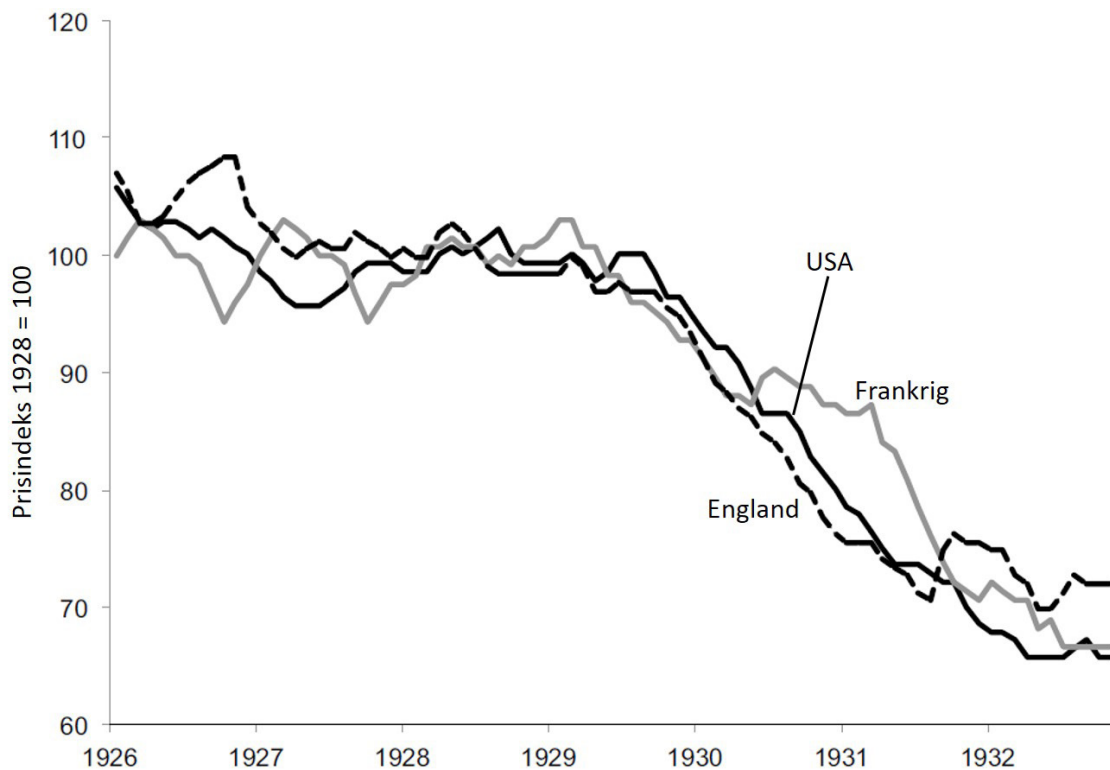
Den Store Deflation

I kølvandet på stramningen af amerikansk pengepolitik i foråret og sommeren 1928 og Frankrigs ophobning af guld, begyndte landbrugs- og engrospriser at falde, og den deflationære spiral begyndte, og den tog fart efter krakket på Wall Street.

Fra slutningen af 1930 var hovedårsagen til faldet i pengemængden bankkriserne samt USA's og Frankrigs fortsatte ophobning af guld, Bernanke and Mihov (2000). Årene 1931 og 1932 blev decideret katastrofale for USA mht. faldet i pengemængden.

Engrospriser faldt med 5 pct. i 1929, men begyndte først at falde kraftigt efter bankkriserne i 1930. Engrospriserne faldt med 15 pct.

Figur 6. Engrospriser i USA, Frankrig og England, månedspriser 1926-32.



Kilde: Irwin (2012)

i 1930 og med 14 pct. i 1931, Irwin (2012, 32). Engrospriserne fortsatte deres fald ind i 1932 efter sammenbruddet af den internationale guldstandard, figur 6.

Gold-exchange standarden begyndte at kollapse efter 1928 og nærmede sig en ren guldstandard. Fra 1928 til 1932 faldt andelen af fremmed valuta i reserveerne fra 36 pct. til 11 pct. i 23 lande på guldstandard, ikke medregnet Frankrig, Eichengreen (1987). Det bidrog til at begrænse den globale pengemængde og forstærkede deflationen.

Irwin (2012) kvantificerer effekten af den amerikanske og franske guldophobning på det internationale prisniveau i de afgørende år fra 1928 til 1932. Først ser Irwin på, hvor meget guld USA og Frankrig ophobede ud over, hvad der var berettiget for at sikre guldindløseligheden sammenlignet med 1928. Der finder han, at de to lande tilsammen holdt 5 pct. af verdens guldbeholdning som ekstra reserve i 1929, 9 pct. i 1930 og 12,6 pct. i 1931 (7,2% for USA og 5,4% for Frankrig), Irwin (2012, 29).

Dernæst estimerer Irwin sammenhængen mellem guld og prisniveauet, og out-of-sample forecasts peger på, at hvis den historiske sammenhæng mellem guld og priser var fortsat, så ville prisniveauet have været omtrent konstant i stedet for at falde med 34 pct. fra 1929 til 1931.

Hvorfor fik deflationen så dramatiske effekter?

Der er ikke generelt nogen sammenhæng mellem (moderat) deflation og recessioner, Atkeson and Kehoe (2004), men deflationen i 1929-31 var ikke moderat, og Den Store Deflation var en hovedårsag til Den Store Depression:

1. *Udskydning af investeringer og forbrug.* Forventer markedet faldende priser, vil investorer have et incitament til at udskyde deres investeringer, ligesom forbrugere vil udskyde indkøb af varige forbrugsgoder. Begge dele fører til et faldt i den samlede efterspørgsel.

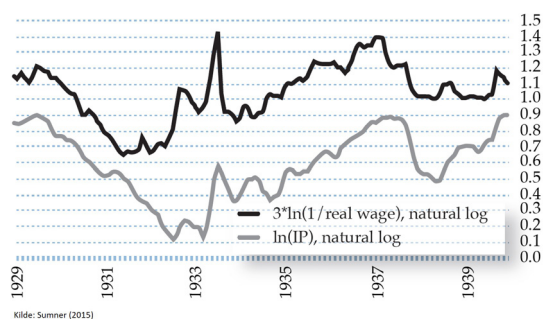
2. *Realøkonomiske effekter af stive lønninger.* Hvis lønningerne er stive nedadtil, og priserne falder, så stiger reallønnen, hvilket fører til et fald i efterspørgslen efter arbejdskraft. Det var

ikke bare en normal markedsøkonomisk reaktion, men også en bevidst politisk målsætning fra præsident Hoovers side. Efter krakket på Wall Street samlede Hoover en række bank- og erhvervsfolk til en konference den 18. november 1929 i Det Hvide Hus for at få deres tilslutning til at holde lønningerne oppe for at bevare købekraften.¹⁰ Hvis det ikke var muligt, skulle erhvervslederne i hvert fald stræbe efter at lønningerne faldt langsommere end priserne. Erhvervslederne var enige, og Henry Ford lovede endda at hæve lønningerne.

Empiriske undersøgelser bekræfter, at reallønningerne steg markant i USA i 1930 og 1931 samt i en lang række andre lande, Bernanke and James (1991), Bernanke (1995). Reallønningerne var højere i 1931 end i 1929 på trods af lavere arbejdsproduktivitet, og den gennemsnitlige arbejdsløshed over året i USA nåede op på 8,9 pct. i 1930, 15,9 pct. i 1931, 23,6 pct. i 1932 og 24,9 pct. i 1934.

Figur 7 viser sammenhængen mellem industriproduktionen og den reciprokke af reallønnen, og den meget høje korrelation kunne indikere, at stigningen i reallønnen frem til 1933 var en væsentlig årsag til faldet i industriproduktionen.

Figur 7. Sammenhængen mellem logaritmen til detrended industriproduktion og logaritmen til den inverse detrended realløn, månedssdata



En anden effekt af stive nominelle lønninger er faldende profitabilitet, hvilket fører til et fald i investeringerne. Empirien viser ligeledes, at profitabiliteten faldt i 1930 og 1931, Bernan-

10 Et godt eksempel på en misforståelse af årsag og virkning. Høj produktivitet og velstand giver høje lønninger, men kunstigt høje lønninger sikrer ikke høj produktivitet, blot høj ledighed.

ke (1983).

3. *Stigende realrenter*. Fra slutningen af 1929 til midten af 1930 sænkede den amerikanske centralbank diskontoen trinvis til 2,5 pct., figur 5, men på grund af deflationen voksede de forventede realrenter til over 10 pct. i 1930 og 1931.

Højere reallønninger og højere realrenter påvirker efterspørgselssiden, men Bernanke and James (1991) mener ikke, at disse to traditionelle kanaler kan forklare det store fald i industriproduktionen og stigningen i ledigheden.

I stedet peger de på deflationens effekt på det finansielle system. Det var også Friedman og Schwartz' tese, at det, der gjorde depressionen i 1929-33 så enestående, var panikken, der spredte sig til banksystemet.

4. *Det finansielle system*. Det er ikke kun lønkontrakter, der er nominelle og ikke er justeret for inflation. Det gælder generelt også finansielle kontrakter og lån, så deflation fører til formueforskydninger fra debitorer til kreditorer. Der er to kanaler, hvorigennem deflation påvirker realøkonomien, debt-deflation problemet som anført af Fisher (1933) og via effekten på kredittab og bankkapital.

Debitorer lider under, at de har optaget lån i et fast kronebeløb, men hvis prisniveauet er faldet, når de skal tilbagebetale deres lån, så vil den reale gældsbyrde være steget. Det kan føre til brandudsalg af aktiver og dermed sætte en spiral i gang med faldende aktivpriser, og det kan føre til insolvens hos et stort antal låntagere, både husholdninger, landmænd og virksomheder. I 1933 misligholdt over 45 pct. af alle landmænd deres ejendoms lån. Også en del byer og tre delstater i USA misligholdt deres lån, Bernanke (1983).

Faldende nettoformuer har også en negativ effekt på entreprenørers mulighed for at lånefinansiere projekter, idet det øger principal-agent problemet ved långivning, hvilket igen øger bankernes kreditrisiko. Resultatet er et fald i udlånet til entreprenører og opstarts-virksomheder.

Gælds-deflations problemer vil også påvirke bankernes balancer. Sædvanligvis er både bankers passiver (indskud) og aktiver (udlån) nominelle størrelser, men hvis bankens

låntagere misligholder deres lån, erstattes de nominelle aktiver med reale aktiver. Hvis en boligejer eller en virksomhed går konkurs, overtager banken de reale aktiver, der er stillet som sikkerhed for lånet, og når det generelle prisniveau falder, så falder prisen også på de reale aktiver. Bankerne lider derfor store kredittab, og mange banker gik konkurs.

I et banksystem uden indskydergaranti-er som det amerikanske i 1930'erne kan selv solvente men illikvide banker blive udsat for panikdrevne "bank run", der fører til konkurs, fordi aktiverne har en længere løbetid end indskuddene og ikke kan realiseres så hurtigt, og hvis lån kræves tilbagebetalt hurtigt, vil det ofte føre til konkurser blandt låntagerne og dermed kredittab i bankerne.

Empiriske undersøgelser peger på, at bankkriser på den måde havde en direkte indflydelse på industriproduktionen i USA under krisen, Bernanke (1983), Bernanke and James (1991), og samme mønster findes for andre lande, Bernanke (1995).

Ifølge Friedman and Schwartz (1963) var bankkriserne en hovedårsag til, at pengemængden faldt med 33 pct. fra 1929 til 1933, og faldet i pengemængden efter 1930 var en hovedårsag til faldet i både nominelt og reelt BNP. Det bekræftes af Bernanke and Mihov (2000).

Ifølge Bernanke (1983) var det ikke kun gennem en faldende pengemængde, at bankkriserne fik realøkonomiske effekter. Bankkriserne førte til en enorm kontraktion i udlån fra bankerne og forøgede, hvad han kalder for *cost of credit intermediation*, altså omkostningerne ved at formidle kredit. Bernanke (1983) viser, hvordan udløsningen af den første bankkrise i november 1930 førte til et langvarigt fald i bankernes kreditformidling.

Kunne USA have ført en mere ekspansiv pengepolitik?

Friedman og Schwartz forklarer krisens dybde og varighed med Fed fejlslagne pengepolitik, og årsagen til bankkonkurserne skal ifølge Friedman and Schwartz (1963, 360) findes i amerikansk pengepolitik og ikke i udefrakommende omstændigheder. USA havde en meget høj dækningsgrad i 1929-30, figur 4, og

selv om den faldt frem til 1932, så faldt de bredere pengemængdebegreber, samtidig med at guldbeholdningen øgedes i 1929-1930, figur 3.

De usædvanlig lave nominelle renter fik mange i Federal Reserve systemet til at mene, at der var rigelig likviditet i systemet på et tidspunkt, hvor pengemængden var faldet dramatisk, men evidensen for, at det ikke var tilfældet, er overbevisende, Wheelock (1992):

- De forventede realrenter voksede til over 10 pct. i 1930 og 1931 pga. deflationen.
- Kun få banker lånte fra Federal Reserves "discount window".
- Mange banker opbyggede betydelige reserver pga. manglende udlån.
- Pengemængden M2 faldt med en tredjedel fra 1929 til 1933.

Friedman and Schwartz (1963, 301) er af den opfattelse, at Den Store Depression i hovedsagen kunne have været undgået, og at Federal Reserve kunne have forhindret faldet i pengemængden, hvilket ville have hindret de store prisfald og bankkriserne. Kontraktionen ville stadig have været betragtelig, men det katastrofale forløb med et fald i real BNP på 33 pct. og generelt prisfald på 25 pct. kunne i høj grad være blevet afværget.

Ifølge Friedman og Schwartz havde Fed tilstrækkelige guldreserver til at kunne øge pengemængden, og derudover havde Fed kompetencen til at suspendere reservekravet midlertidigt.

Omvendt mener Eichengreen (1992) og Temin (1989), at Fed var hindret i at dæmme op for bankpanikkerne pga. guldstandard, idet en ekspansiv pengepolitik ville føre til øget guldeksport og forventning om devaluering. De pengepolitiske myndigheder sad billedligt talt på deres hænder, mens banksystemet kraklede i slutningen af 1931 og i 1933. Bernanke (1994) tilskriver det derimod det "liquidationist" syn på pengepolitikken, som mange i Federal Reserve abonnerede på.

Hsieh and Romer (2008) finder derimod ikke bevis for, at Fed *ikke* kunne have ført en mere ekspansiv pengepolitik. For det første var kapitalmobiliteten ikke perfekt, så afvigelser fra dækket renteparitet mellem dollar og sterling blev ikke arbitreret væk, medmindre renteforskellen var på over ½ procentpoint.

For det andet var USA ikke en lille åben økonomi, så når USA sænkede renten, påvirkedes de internationale renter. Det betyder ifølge Hsieh and Romer (2008), at USA kunne have sænket renten uden at opleve en større guldudstrømning. Det understøtter Friedman and Schwartz' (1963) udlægning af krisen som et resultat af en fejlslagen pengepolitik.

Med vedtagelsen af Glass-Steagall Act i februar 1932 blev det lettere for Fed at føre en ekspansiv pengepolitik, idet loven ændrede på kravene til sikkerhedsstillelse, så Fed nu kunne stille statsobligationer som de 60 pct. sikkerhed for udstedte pengesedler. Derved frigaves store mængder guld, der kunne bakke op om et større pengeudbud. Efter vedtagelsen af Glass-Steagall Act begyndte Fed at øge pengeudbudet gradvist gennem open market operations, der var de største i Feds historie. Mellem den 24. februar og den 27. juli opkøbte Fed statsobligationer for 1,1 mia. \$, men det var utilstrækkeligt, og pengemængden fortsatte med at falde pga. faldet i omløbshastigheden, Wheelock (1992).

Guldstandardens sammenbrud

Guldstandardens sammenbrud i 1931 begyndte med en bankkrise i Østrig i maj, der smittede og skabte bankkriser i Ungarn og Tyskland, og som endte med at skabe likviditetsproblemer for Bank of England, så England blev tvunget til at gå fra guld.

I Østrig havde banksystemet været i en dårlig forfatning siden krigen, og i maj 1931 måtte Østrigs største bank, Credit-Anstalt, meddele regeringen, at dens kapital var tabt. Regeringen rekapitaliserede banken mod at overtage aktiekapitalen, men rygtet om, at Credit-Anstalt havde underreporteret sine tab, førte til et run på banken, hvor inden- og udenlandske indskydere trak deres indskud ud. Den østrigske nationalbank havde store reserver og tilførte banksystemet en enorm mængde likviditet, men pengemængden blev forøget med 25 pct. mellem den 7. maj og slutningen af måneden, hvilket reducerede dækningsgraden og skabte tvivl om guldindløseligheden. Forhandlinger med Frankrig, England, USA og BIS om lån trak ud, bl.a. fordi Frankrig torpederede forhandlingerne, og et lån på 100 mio. dollar var

for lidt og for sendt. Nationalbanken var også sendrægtig med at hæve diskontoen, og i september blev regeringen tvunget til at indføre valutarestriktioner og suspenderede de facto konvertibiliteten af schilling.

Krisen i Østrig spredte sig hurtigt til Ungarn, der oplevede bank run den 15. maj. Ungarn forsøgte at klare sig ved at optage lån i udlandet, men i juli indførte Ungarn valuta-kontrol.

Bankkrisen i Østrig førte også til, at udenlandske indskydere trak store beløb ud af tyske banker. Reichsbank tilførte bankerne likviditet, så frem til den 17. juni mistede den halvdelen af sin guldbeholdning. Diskontoen blev hævet fra først 5 til 7 pct. og til 10 pct. den 13. juli. Tyskland forhandlede med USA, England og Frankrig om lån, men der kunne ikke opnås enighed blandt långiverne, og manglen på samarbejde tvang i sidste ende Tyskland til at indføre valutakontrol. Den største industrination i Europa var de facto ikke længere på guldstandarden.

Efterfølgende kom pundet under pres pga. betalingsbalanceproblemer og faldende kapitalimport. Krisen i Østrig, Ungarn og Tyskland skabte tvivl om konvertibiliteten af andre svage valutaer. Bank of England hævede diskontoen fra 2,5 til 3,5 pct. den 23. juli og til 4,5 pct. den 30. Alligevel mistede Bank of England 200 mio. £ guld i anden halvdel af juli måned. Igen viste der sig en manglende vilje til internationalt samarbejde, men det er tvivlsomt, om nogen realistisk form for samarbejde kunne have reddet England på et tidspunkt, hvor markedet havde mistet tilliden til, at England ville forblive på guldstandarden, og mandag d. 21. september 1931 gik England fra guld. Pundet deprecierede med 25 pct. i løbet af få dage fra 4,86 dollar/£ til 3,75 dollar.

Det blev afslutningen på en epoke, og da England opgav bindingen til guld, blev hele systemet undermineret og begyndte at falde fra hinanden. Femogtyve lande fulgte England fra guld i løbet af kort tid, hovedsagelig i imperiet, de skandinaviske lande, en række østeuropæiske lande samt vigtige samhandelspartnere som Argentina, Ægypten og Portugal.

Betalingsbalancen for de tilbageværende lande på guldstandarden svækkedes som følge

af devalueringerne og frygt for en spredning af krisen til USA. Centralbanker i Frankrig, Belgien, Schweiz, Sverige og Holland konverterede betydelige mængder dollaraktiver til guld i USA, og fra midten af september til slutningen af oktober mistede Federal Reserve guld for 725 mio. \$, Friedman and Schwartz (1963, 316). Det var ikke kun et problem for USA. Omvekslingen til guld reducerede de globale reserver og forstærkede det deflationære pres på guldlandene.

Fed reagerede ved at hæve diskontoen til først 2,5 pct. og dernæst til 3,5 pct. den 16. oktober. Det bidrog til at forværre den finansielle krise og blev fulgt af en dramatisk stigning i antallet af bankkrak, jf. ovenfor.

I sidste ende var det en bølge af bankkriser begyndende i fjerde kvartal 1932, der forværedes dramatisk i februar-marts 1933, der førte til USA's suspendering af guldstandarden. En stigende panik bredte sig til New York banker i begyndelsen af marts. Den 4. marts erklærede staten New York en statslig "bank holiday", og to dage senere erklærede præsident Roosevelt en landsdækkende bank holiday, der varede i en uge, hvorunder guldindløseligheden blev suspenderet. Efter suspenderingen af guldstandarden faldt dollaren med mere end 10 pct.

Da bankerne åbnede igen, var der 5.000 banker, der ikke genåbnede, og over 2.000 af dem åbnede aldrig igen enten pga. konkurs eller fusionering. "The 'cure' came close to being worse than the disease," Friedman and Schwarz (1963, 330).

USA blev fulgt af Filippinerne, Cuba og det meste af Centralamerika samt Argentina og Canada. Medlemmerne af den resterende "gold block" holdt ud lidt endnu, men blev i sidste ende også tvunget til at suspendere guldindløseligheden: Tjekkosllovakiet i 1934, Belgien i 1935 og Frankrig, Holland og Schweiz i 1936.

Guldstandarden var nu erstattet af et globalt flydende valutakursregime med administrerede snarere end frit flydende kurser.

Hayek og Keynes

Hayek (1932) beklagede Englands brud med en over 200 år gammel tradition, og han betragtede det som et intellektuelt forræderi fra især Keynes' side, at han ikke havde bak-

ket op om guldstandarden. Hayek var af den opfattelse, at depressionen og de monetære problemer "have nothing to do with the tendencies inherent in the gold standard",¹¹ og så sent som i 1937 erklærer Hayek, at "under actual world conditions, however, gold may well be the most reliable and acceptable monetary standard." Desværre finder vi ikke hos Hayek nogen systematisk analyse af guldstandarden, der kunne underbygge den konklusion, Pedersen (2012).

Omvendt gav Keynes (1931) udtryk for letelse over, at England forlod guldstandarden: "There are few Englishmen who do not rejoice at the breaking of our gold fetters. We feel that we have at last a free hand to do what is sensible. The romantic phase is over, and we can begin to discuss realistically what policy is for the best."

Begyndende opsving

Den enkelte faktor, der bedst forklarer depressionens alvor i de enkelte lande, er, hvor længe de forblev på guldstandarden, og de lande, der først forlod guldstandarden, var også de lande, hvor konjunkturerne vendte først, hvorimod recessionen fortsatte og forværredes i "guldbloklandene", Choudhri and Kochin (1980), Eichengreen and Sachs (1985), Bernanke and James (1991), Bernanke (1995). Spanien undgik stort set depressionen ved aldrig at være på guldstandarden.

De lande, der forlod guldstandarden, devaluerede deres valutaer og fik en større frihedsgrad i penge- og finanspolitikken. Suspensionen af guldstandarden var en nødvendig men ikke en tilstrækkelig betingelse for det økonomiske opsving. De politiske beslutningstagere skulle også frigøre sig fra guldstandardideologien og tillade sig selv at føre en mere ekspansiv pengepolitik, hvilket de tøvede med, så opsvinget i mange lande trak i langdrag.

Politikfejl på politikfejl

Som nævnt indledningsvist var der mange faktorer, der spillede sammen, og som bidrog til at skabe Den Store Depression, og det var i

¹¹ Hayek friholder USA og Frankrig som ansvarlige for krisen og peger i stedet på England som det land, der ikke overholdt "rules of the game".

høj grad en krise, der var resultatet af politikfejl på politikfejl.

Den største fejl var muligvis at vende tilbage til guldstandarden i det hele taget, fordi de samfundsmæssige forudsætninger for guldstandarden ikke længere var til stede. Guldstandarden led også under systematiske problemer, knapheden på guld, og en gold-exchange standard er ustabil og sårbar over for tillidskriser.

Under alle omstændigheder var det en stor fejl, at England vendte tilbage til guldet til førkrigsparitet. Det kan ikke på samme måde siges at være en fejl, at Frankrig stabiliserede valutaen til en alt for høj kurs. Det var snarere et politisk valg, ligesom Frankrig efterfølgende bevidst førte en politik, der hindrede en appreciering af francen. Den resulterende guldhobning i Frankrig var ikke desto mindre udtryk for en monetær mismanagement i forhold til guldstandardens "rules of the game", der i de kritiske år 1928-32 lagde et deflationært pres på hele verdensøkonomien.

Det var en fejl, at den amerikanske pengepolitik blev strammet så meget i 1928, at den udløste recessionen, men selv uden stramningen af pengepolitikken i 1928 ville aktiekursboblen være bristet på et tidspunkt. Det var imidlertid ikke givet, at en efterfølgende recession ville have udviklet sig til den økonomiske katastrofe, som depressionen i 30'erne udviklede sig til.

En hovedårsag til, at krisen blev så dyb og så langvarig, var den fejlslagne amerikanske pengepolitik i USA mellem 1929 og 1933.

Præsident Hoovers politik med at holde real lønningerne kunstigt oppe bidrog også til at forværre krisen, ligesom Smoot-Hawley toldforhøjelserne havde skadelige virkninger både i USA og i resten af verden.

En anden hovedårsag til, at deflationen blev så alvorlig, og at krisen spredte sig, var Frankrigs ophobning af guld.

Kombinationen af den stramme amerikanske pengepolitik og Frankrigs guldpolitik skabte Den Store Deflation, der satte en nedadgående spiral i gang ved at være hovedårsagen til bankkriserne i USA og Europa, og det blev forstærket af det delvise sammenbrud af gold-exchange standarden fra 1931. Faldet i

pengemængden i USA og globalt forstærkede den nedadgående deflationsspiral med faldende priser, indkomster, produktion og beskæftigelse.

En anden hovedårsag til, at krisen spredte sig og blev så langvarig, var guldstandarden, der var den primære transmissionsmekanisme mellem landene. Guldstandardens ”gyldne lænker” tvang alle lande til at stramme pengepolitikken og dermed føre en pengepolitik, der forværrede krisen.

Da guldstandarden brød sammen i 1931, skyldtes det bankkriser, der udviklede sig til konvertibilitetskriser. Det var nærmest indbygget i guldstandarden. Hvis en centralbank forsøgte at redde nødlidende banker ved at tilføre store mængder likviditet som lender of last resort, så ville det føre til et fald i dækningsgraden, der i sidste ende kunne true guldindløseligheden.

En guldstandard virker som en pengepolitisk regel, der lægger en øvre grænse på pengeudstedelsen, men det er ikke en mekanisme, der kan hindre enhver form for pengepolitisk mismanagement. Guldstandardens asymmetriske tilpasningsmekanisme kan ikke hindre en sterilisering af guldimporten i lande, der fører en nationalt orienteret pengepolitik, og den kan ikke hindre, at det økonomisk dominerende land fører en pengepolitik, der er skadelig for de andre lande, og som pga. guldstandardens ”gyldne lænker” transmitteres til alle guldstandardlandene.

I sidste ende er alle fastkursregimer dømt til at bryde sammen. Faste valutakurser er grundlæggende uforenelige med nationale økonomiske politikker, og i tilbageblik var problemet snarere, at guldstandarden ikke brød sammen tidligere, hvilket kunne have mildnet krisen.

Guldstandarden og den måde, den blev administreret på, var en hovedårsag til den største globale økonomiske krise i over 150 år.

Det er fristende at slutte af med Mundells (2000) ord fra hans Nobelprisforelæsning: ”Had the price of gold been raised in the late 1920’s, or, alternatively, had the major central banks pursued policies of price stability instead of adhering to the gold standard, there would have been no Great Depression, no Nazi revolution and no World War II.”

Litteratur

- Atkeson, A. and P.J. Kehoe (2004): “Deflation and Depression: Is There an Empirical Link” *American Economic Review. Papers and Proceedings*, 94, 99-103.
- Bernanke, Ben S. (1983): “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression,” *American Economic Review* 73. Optrykt i Bernanke (ed): *Essays on the Great Depression*. Princeton, 2000.
- Bernanke, Ben S. (1994): “Money, gold and the Great Depression” Speech at the H. Parker Willis Lecture in Economic Policy, 2. March 1994.
- Bernanke, Ben S. (1995): “The Macroeconomics of the Great Depression: a Comparative Approach.” *Journal of Money, Credit, and Banking* 27, 1-28. Optrykt i Bernanke (ed): *Essays on the Great Depression*. Princeton, 2000.
- Bernanke, Ben S. and Harold James (1991): “The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison,” i Hubbard (ed): *Financial Markets and Financial Crises*. Optrykt i Bernanke (ed): *Essays on the Great Depression*. Princeton, 2000.
- Bernanke, Ben S. with Ilian Mihov (2000): “Deflation and Monetary Contraction in the Great Depression: An Analysis of Simple Ratios. Optrykt i Bernanke (ed): *Essays on the Great Depression*. Princeton, 2000.
- Bernstein, Peter L. (2000): *The Power of Gold. The History of an Obsession*. N.Y.
- Bordo, M.D. and B. Eichengreen (1998): “The rise and fall of a barbarous relic: The role of gold in the international monetary system,” *NBER Working Paper* 6436.
- Bordo, M.D. and F.E. Kydland (1996): “The gold standard as a commitment mechanism,” i Bayoumi, T., B. Eichengreen and M.P. Taylor (eds.) (2008): *Modern Perspectives on the Gold Standard*. Cambridge.
- Bordo, M.D. and R. MacDonald (2003): “The inter-war gold exchange standard: credibility and monetary independence” *Journal of International Money and Finance* 22, 1-32.
- Cassel, Gustav (1920): “Further Observations on the World’s Monetary Problem,” *The Economic*

- Journal* 30, 39-45.
- Choudhri, Ehsan U. and Levis A. Kochin (1980): "The Exchange Rate and the International Transmission of Business Cycle Disturbances: Some Evidence from the Great Depression," *Journal of Money, Credit, and Banking* 12, 565-74.
- Christensen, Lars (2012): "Det handler om penge. Monetære forklaringer på den store depression" *LIBERTAS* 51, 12-19.
- Eichengreen, Barry (1984): "Central Bank Cooperation under the Interwar Gold Standard," *Explorations in Economic History* 21, 64-87. Optrykt i Eichengreen: *Elusive Stability. Essays in the History of International Finance, 1919-1939*. Cambridge, 2008.
- Eichengreen, Barry (ed.) (1985): *The Gold Standard in Theory and History*. Routledge.
- Eichengreen, Barry (1986): "The Bank of France and the Sterilization of Gold, 1926-1932" *Explorations in Economic History* 23, 56-84. Optrykt i Eichengreen: *Elusive Stability. Essays in the History of International Finance, 1919-1939*. Cambridge, 2008.
- Eichengreen, Barry (1987): "The Gold-Exchange Standard and the Great Depression" NBER Working Paper no. 2198. Optrykt i Eichengreen: *Elusive Stability. Essays in the History of International Finance, 1919-1939*. Cambridge, 2008.
- Eichengreen, Barry (1992): *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression 1919-1939*. N.Y.
- Eichengreen, Barry (2008): *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*. 2nd ed. Princeton.
- Eichengreen, Barry and Douglas A. Irwin (2010): "The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?" *The Journal of Economic History* 70, 871-897.
- Eichengreen, Barry and Jeffrey Sachs (1985): "Exchange Rates and the Economic Recovery of the 1930s," *Journal of Economic History* 45, 925-46. Optrykt i Eichengreen: *Elusive Stability. Essays in the History of International Finance, 1919-1939*. Cambridge, 2008.
- Eichengreen, Barry and Peter Temin (2000): "The Gold Standard and the Great Depression" *Contemporary European History* 9, 183-207.
- Eichengreen, Barry and Peter Temin (2010): "Fetters of Gold and Paper," *Oxford Review of Economic Policy* 26, 370-384.
- Friedman, M. and A. Schwartz, (1963): *A Monetary History of the United States*. The University of Chicago Press for the NBER.
- Hamilton, James D. (1987): "Monetary Factors in the Great Depression," *Journal of Monetary Economics* 19, 145-169.
- Hayek, F.A. (1932): "The Fate of the Gold Standard," i Hayek (1999): *Good Money, Part I. The Collected Works of F.A. Hayek*, Indianapolis, Liberty Fund.
- Hayek, F.A. (1937): "The Gold Problem," i Hayek (1999): *Good Money, Part I. The Collected Works of F.A. Hayek*, Indianapolis, Liberty Fund.
- Hsieh, Chang-Tai and Christina D. Romer (2008): "Was the Federal Reserve Constrained by the Gold Standard During the Great Depression? Evidence from the 1932 Open Market Purchase Program." *The Journal of Economic History* 66, 140-176.
- Irwin, Douglas A. (2011): *Peddling Protectionism. Smoot-Hawley and the Great Depression*. Princeton.
- Irwin, Douglas A. (2012): "The French Gold Sink and the Great Deflation of 1929-32" *CATO Papers on Public Policy* 2, 1-56.
- Irwin, Douglas A. (2014): "Who Anticipated the Great Depression? Gustav Cassel versus Keynes and Hayek on the Interwar Gold Standard," *Journal of Money, Credit, and Banking* 46, 199-227.
- Johnson, H. Clark (1997): *Gold, France and the Great Depression, 1919-1932*. New Haven.
- Keynes, John Maynard (1923): *A Tract on Monetary Reform. The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume IV*. Cambridge, 2013.
- Keynes, John Maynard (1925): "The Economic Consequences of Mr. Churchill" i Keynes: *Essays in Persuasion. The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume IX*. Cambridge, 2013.

- Keynes, John Maynard (1929): "Is there enough gold? The League of Nations Inquiry" i Keynes: *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume XIX*. Cambridge, 2013.
- Keynes, John Maynard (1930): *A Treatise on Money II. The Applied Theory of Money. The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume VI*. Cambridge, 2013.
- Keynes, John Maynard (1931): "The End of the Gold Standard" i Keynes: *Essays in Persuasion. The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume IX*. Cambridge, 2013.
- Kindleberger, Charles P. (1973): *The World in Depression 1929-1939*. Berkeley.
- Laughlin, J. Laurence (1927): "The Gold-Exchange Standard" *The Quarterly Journal of Economics* 41, 644-63.
- Mayhew, Nicholas (2000): *Sterling. The History of a Currency*. N.Y.
- Moggridge, D.E. (1969): *The Return to Gold 1925. The Formulation of Economic Policy and its Critics*. Cambridge.
- Mouré, Kenneth (2002): *The Gold Standard Illusion. France, the Bank of France, and the International Gold Standard 1914-1939*. Oxford.
- Mouré, Kenneth (2003): "The Bank of France and the Gold Standard 1914-1928" i Marc Flandreau et al (eds.): *International Financial History in the Twentieth Century: System and Anarchy*. Cambridge.
- Mundell, Robert A (2000): "A Reconsideration of the Twentieth Century" *American Economic Review* 90, 327-40.
- Murphy, Robert P. (2009): *The Politically Incorrect Guide to the Great Depression and the New Deal*.
- Nurkse, Ragnar (1944): "The Gold Exchange Standard" i Eichengreen (ed.): *The Gold Standard in Theory and History*. Routledge, 1985.
- Pedersen, Torben Mark (2012): "Mises, Hayek og Rothbard om guldstandard og free banking" *LIBERTAS* nr. 51, 20-39.
- Schuker, Stephen A. (2003): "The Gold-Exchange Standard," i Marc Flandreau et al (eds.): *International Financial History in the Twentieth Century: System and Anarchy*. Cambridge.
- Temin, Peter (1989): *Lessons from the Great Depression*. Cambridge, Ma.
- Temin, Peter (1993): "Transmission of the Great Depression" *Journal of Economic Perspectives* 7, 87-102.
- Wheelock, David C. (1992): "Monetary Policy in the Great Depression: What the Fed Did, and Why" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* vol. 74, no. 2.

Markedsfejl eller politikfejl? Et blik på krisen i 2007-09

Aksel Tarras Madsen*

Reguleringen af den finansielle sektor blev ændret i årene forud for den økonomiske krise i 2007-08, hvilket gjorde, at da konjunkturerne vendte, var sektorens kreditbonitet svækket. Sammenbruddet i kapitalmarkederne blev accelereret af Fed's zigzag kurs i 2007-08, hvilket var en afgørende faktor for, at en mindre økonomisk nedtur i USA udviklede sig til den alvorligste krise siden 1930'erne.

Den finansielle krise, som den økonomiske nedtur i 2007-09 benævnes, fordi krisen materialiserede sig i finansielle institutioner, var den største økonomiske krise siden krisen i 1930'erne.

Målt ved faldet i BNP er det den største økonomiske nedtur i efterkrigstiden. Målt ved faldet i real BNP var finanskrisen større end oliekriserne i 1970'erne og "kartoffelkurskrisen" og den nordiske bankkrise i 1987-1993, figur 1.

Figur 1. Procentvis ændring i dansk BNP



Kilde: Danmarks Statistik

Pengeinstitutter og finansielle institutioner er spejl af den bagvedliggende økonomi. I perioder med økonomisk fremgang vil pengeinstitutternes regnskaber være gode, og de er dårlige i perioder, hvor økonomien ikke har det godt. Et veldrevet institut vil komme gennem

* Synspunkter udtrykt i denne artikel er alene forfatterens og repræsenterer ikke nuværende eller tidligere arbejdsgiveres. Fejl i artiklen er også alene forfatterens.

en periode med økonomisk nedgang bedre end et dårligt drevet institut, men hele sektoren vil være berørt af en økonomisk nedgangsperiode.

De alvorlige økonomiske problemer, der først blev synlige i de finansielle institutioner og siden hos borgerne i USA, UK, Irland, Danmark, m.fl., har naturligt rejst en række spørgsmål: hvorfor opstod finanskrisen? hvorfor blev den så alvorlig? Svarene har optaget mange og vil optage mange fremover, for det er de svar, vi giver til de udfordringer, vi rammes af, der i årene fremover vil forme og påvirke hverdagen.

Denne korte artikel søger ikke at give de endelige svar, men påpeger en række væsentlige forhold, der ikke får den store opmærksomhed, når krisen drøftes i det offentlige rum. Artiklen ønsker at nuancere nogle af de gængse forklaringer på krisens opståen. Derfor er artiklens fokus på de ændringer i pengeinstitutternes rammebetingelser, der ledte op til krisen. For hvordan rammerne er defineret, har stor betydning for, om institutionerne bliver stabile eller svage¹.

Calomiris & Haber (2014) viser, at institutionerne omkring det finansielle system er vigtig for stabiliteten, og at store enheder ikke – i sig selv – betyder ustabilitet og stor risiko for samfundet. Deres case er, at der i Canada i "Fragile By Design" beskrives forskelle i banksystemer og deres større eller mindre grad af indbygget (u)-stabilitet.

er få og meget store forretningsmæssigt veldiversificerede banker, hvorimod systemet i USA har indbygget ustabilitet med en række lovgivningsmæssige begrænsninger på delstatsniveau, så bankkriser i USA har været langt hyppigere end i Canada. Så "Too-Big-To-Fail" problemet er ikke i sig selv, at store banker er en koncentrationsrisiko², men i hvilken institutionel ramme de indgår.

De finansielle institutioner

Forudsætningen for en debat om den finansielle sektor er en forståelse for forretningsmodeller og strukturer. Dette afsnit tilstræber at give en enkel forklaring på, hvad et pengeinstitut og et realkreditinstitut grundlæggende er.

Et *pengeinstitut* modtager indlån fra privatpersoner og virksomheder. Pengeinstituttet låner penge af indlånerne. Et pengeinstitut kan også udstede forskellige obligationer, hvor instituttet derfor låner penge af obligationsinvestorerne. Pengeinstituttet skal forvalte de lånte midler med forsigtighed og respekt. Et pengeinstitut låner andre folks penge ud og skal derfor sikre sig, at dem, instituttet låner penge til, også betaler lånet tilbage. Pengeinstituttets långivere viser instituttet tillid, ved at låne det penge. Det er så derfor, at der er indført en indskydergarantiordning, så indskyderne ikke skal forholde sig til kreditboniteten af pengeinstituttet. Indskydergarantien blev først indført i Danmark i 1988 som følge af en harmonisering af EF-regler, samt at 1. Juli Banken gik ned i 1987³. Indskydergarantier har eksisteret i USA siden 1930, og blev etableret dér som en reaktion på de mange sammenbrud under krisen.

Problemet med garantiordninger er, at indlånerne ikke tvinges til at forholde sig til boniteten, hvorfor det er et kapitaltilskud til de svageste pengeinstitutter, og hertil kommer, at institutterne betaler ift. størrelse til garantiord-

ningen og ikke efter risiko⁴.

Et dansk *realkreditinstitut* modtager ikke indlån, men finansierer udlån gennem obligationsudstedelser, så i et realkreditinstitut er "mellemmandsrollen" tydelig. En låntager, der vil finansiere et ejendoms køb, modtager et lån af realkreditinstituttet. Realkreditinstituttet har skaffet midlerne til lånet gennem en obligationsudstedelse. Renten på realkreditlånet bestemmes af renten, obligationerne er handlet til. Realkreditinstituttet opkræver en bidrags-sats for at formidle lånet og påtage sig kreditrisikoen ift. obligationsinvestorerne. Hvor pengeinstituttet skal beskytte indlånernes penge, skal realkreditinstituttet beskytte obligationsinvestorerne investering.

Finansielle institutioner er mellemmand mellem dem, der har et likviditetsbehov og dem, der har et likviditetsoverskud, mellem investorer og opsparere. Ejendomsfinansieringen foregår meget forskellig fra land til land. To ekstremer er systemet i USA og systemet i Danmark.

De institutionelle rammer for de finansielle institutioners opbygning har stor betydning for, hvordan institutterne er eksponerede ift. påvirkninger udefra, enten i form af markedsuro og/eller i form af kredittab.

Den grundlæggende struktur er søgt illustreret i figur 2 og figur 3⁵, hvor banksektorens mellemmandsfunktion er illustreret.

Husholdningernes aktiver og passiver modsvares af placeringer og lån fra og til selskaber og banker. Bankernes balance er et spejl af selskabernes og husholdningernes balancer.

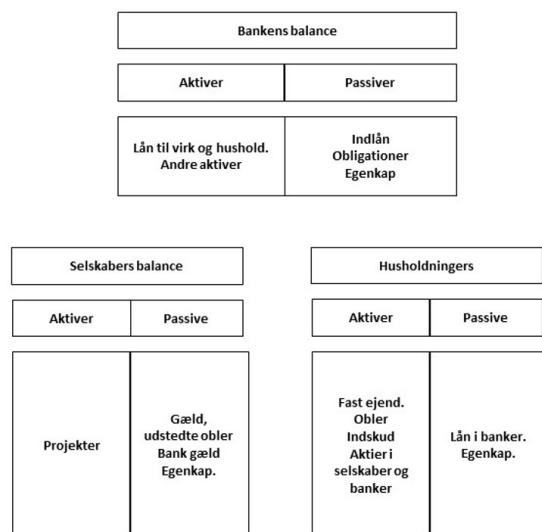
I figur 3 illustreres det flow, der er i samfundsøkonomien, og hvor banksektoren opfylder en mellemmandsfunktion. Likviditeten i 4 På forsikringsområdet har selskaberne reassurance, hvor det enkelte forsikrings selskab kan afdække risikoen hos en meget solid modpart. Alternativt til reassurancen var, at det enkelte institut selv skulle have en langt større kapital, for at kunne dække de ikke-forventede tab. Prisen på reassurancen vil afhænge af hvor stor en risiko, der skal afdækkes. I teorien burde der kunne etableres de samme "indskydergarantiordninger" med et reassuranceselskab som modpart og ikke en garantiordning, hvor bankerne har indbetalt efter størrelse.

5 Figurerne er inspireret fra Shin (2010,97-102)

² TBTF problemet er en reel risiko for samfundet. Det søges aktuelt reduceret ved et strammere tilsyn af store pengeinstitutter. Men samtidig er dilemmaet, at bl.a. den nuværende regulering fremmer etableringen af store enheder. Store enheder har væsentlige operationelle fordele vs. mindre pengeinstitutter.

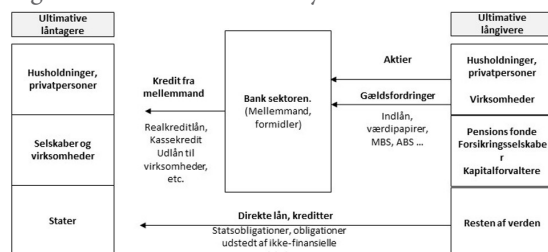
³ Dansk Pengehistorie 1990-2005 (2010,153)

Figur 2. Balance relationerne



markederne og i økonomien er vigtig. De moderne økonomier og den økonomiske vækst har historisk altid gået hånd i hånd med etableringen og udviklingen af bank og forsikrings-selskaber.

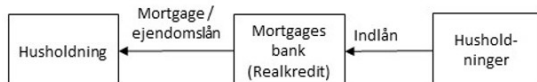
Figur 3. Stilisert finansielt system



Hvor figur 2 og 3 illustrerer de generelle almene finansielle systemer, der gælder i alle lande, er der operationelle forskelle fra land til land. Som nævnt er der stor forskel mellem finansieringen af fast ejendom i Danmark ift. USA.

Grundlæggende så blev ejendomme i USA belånt af banker som illustreret i figur 4.

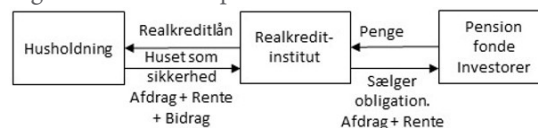
Figur 4. Ejendomsfinansiering, pengestrømme



Det var op til 1990'erne det basale flow i fundingen (finansieringen) af ejendomslån i

USA⁶. Det væsentlige i figur 4 er, at kreditrisikoen ligger hos banken. Den er tydeligt placeret. Banken har et incitament til at kontrollere, hvem der lånes ud til og til at sikre sig et tilstrækkeligt værdifast pant. I den danske realkreditmodel ligger kreditrisikoen også på realkreditinstituttets balance.

Figur 5. Strukturen på dansk realkredit



Et dansk realkreditinstitut beholder bidraget, men rentebetalingen sendes direkte til obligationsinvestorerne. Renten fastsættes af markedet, bidragssatsen af realkreditinstituttet. Bidragssatsen er indtjeningen, der også skal dække kreditrisikoen.

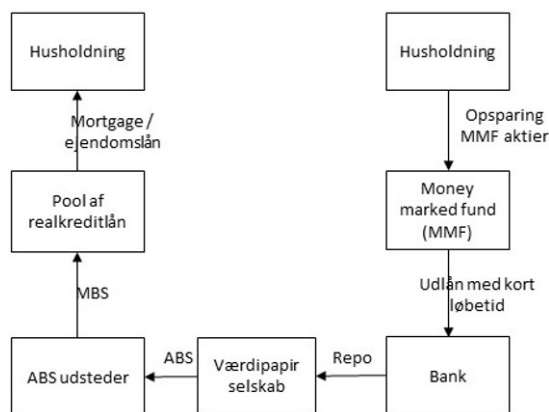
I det system, der udviklede sig i USA, fremmet af politikerne, der ville gøre det lettere for alle, at få lån til egen bolig blev "funding kæden" forlænget, (se figur 6). Der kom flere aktører ind. Kreditrisikoen blev spredt, hvilket som udgangspunkt er et gode. I diversificerede porteføljer er koncentrationsrisikoen reduceret, hvilket er godt. Men problemerne blev opbygget med, at GSE (Government-Sponsored Enterprise, som Fannie Mae og Freddie Mac) kom ind og købte MBS'er⁷ op med deres adgang til billig finansiering.

I det moderne finansielle system (se figur 6) er mellemanden både långiver og låntager. Bankerne låner for at låne ud, men de låner også i kapitalmarkedet. I USA er GSE blevet kernen i mortgages (realkredit) udlånet. De to GSE'ere, Fannie Mae og Freddie Mac, er de største investorer i MBS'er, altså obligationer med sikkerhed i fast ejendom. GSE'erne er de facto statsgaranterede AAA ratede institutioner, hvorfor de typisk kan funde sig billigere end private institutioner. I illustrationen (der er en forenklet gengivelse) vises fundingstrukturen på følgende måde: udlån med pant i fast ejendom samles i en pool. Cashflowet fra den-

6 Shin (2010, 101)

7 Mortgage Backed Securities, altså værdipapirer, obligationer, der har sikkerhed i fast ejendom.

Figur 6. Forlænget mellemmands kæde



ne pool af realkreditlån giver grundlaget for at udstede obligationer⁸, MBS'er. MBS'erne kan være købt af ABS-investorerne,⁹ der finansierer deres køb af MBS'er i ABS-markedet. Udstedere kan vælge at poole og tranchere MBS'en yderligere som CDO'ere.¹⁰ Værdipapirselskabet (Securities Firm) kan investere i CDO'er og MBS'er, fordi afkastet er interessant og risikoen lav. De vælger at finansiere deres investering i en repo transaktion med en kommerciel bank, der har et indlån fra en Money Market Fund. MMF'erne placerer deres midler, der er privatpersoners opsparing til en meget lav risiko.

Det hele begyndte med at privatpersoner købte aktier i en MMF til opsparing. MMF'er

8 Det er samme grundprincip i et dansk kapitalcenter, at lånene ligger til sikkerhed for obligationsinvestorerne. Det er det, der også ligger i en Covered Bond.

9 ABS står for Asset Backed Securities og er værdipapirer, der har sikkerhed i en pulje af bagvedliggende aktiver. De bagvedliggende aktiver kan være kreditkortlån, billån eller andre aktiver, der genererer et cashflow. MBS'ere er ABS'ere, hvor den bagvedliggende pulje af aktiver er lån med sikkerhed i fast ejendom.

10 CDO står for Collateralized Debt Obligations, og det er et såkaldt struktureret aktiv. Det er typisk en form for MBS, en obligation, der har sikkerhed i boliglån, med den særlige karakteristika, at de obligationer, der er udstedt med sikkerhed i boliglåne er inddelt i trancher efter risiko, således at betalingsstrømmene fra boliglåne anvendes til først at betale den højeste tranche, dernæst den anden tranche, osv., så den første tranche har størst sikkerhed og med stigende risiko for lavere trancher.

placerer penge, via papirer med meget kort løbetid, i en kommerciel bank, der så låner ud til et investeringsfirma, i korte transaktioner. Investeringsfirmaet placerer midlerne lidt længere hos en ABS investor og/eller køber selv MBS'er og CDO'er. Og således slutter ringen.

Hermed er vi fremme ved den indbyggede følsomhed i det moderne finansielle system.

Følsomheden i de finansielle systemer

Hvis indlånerne og obligationsinvestorerne mister tilliden til den finansielle institution, trækker de deres midler ud. Indlånerne opsiges det lån, de har ydet banken. Obligationsinvestorerne forlænger ikke deres lån til pengeinstituttet. Er der mange, der mister tilliden til et institut, er der et "bank run". Sammenbruddet på kapitalmarkederne i 2007-08 var et "bank run". Et run via obligations -og pengemarkederne, ikke via indlån. Dog oplevede Northern Rock i UK også et traditionelt "bank run". Illustreret ved, at privatkunder stod i kø for at hæve indestående. Dette til trods for, at der var ydet offentlige garantier for indlånernes midler. Der var mange "bank runs" i krisen i 1930'erne.

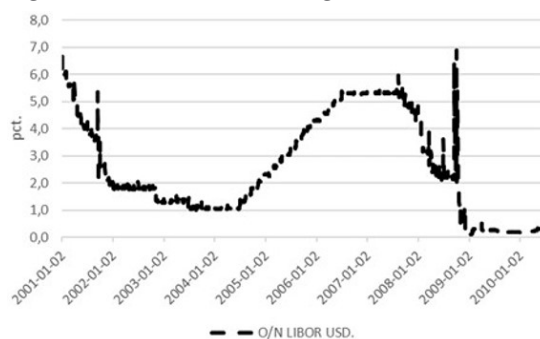
I 2007-08 var det obligationsinvestorerne og bankerne, der mistede tilliden og undlod at forlænge deres udlån til bankerne. Bankerne låner af andre banker, banker placerer likviditet i banker. Bankerne placerer sikkerheder (obligationer) hos centralbankerne og modtager likvider. Renteniveauet på interbankmarkedet afspejles bl.a. i Liborrenterne, figur 7. Risikopræmien ved en placering viser sig i, om renten er høj eller lav. Interbankmarkedet "frøs" i flere omgange i 2007 og endelig i september 2008, efter Lehman Brothers konkurs.

Obligationsinvestorerne mistede tilliden og trak deres "penge ud", de forlængede ikke deres eksponering imod banken. Hermed opstår der den mistillidsspiral, der er selvforstærkende.

Dynamikken i den finansielle krise

Dynamikken i krisen i 2007-09 kan illustreres ved eksemplet Northern Rock. Northern Rock var oprindeligt et Building Society¹¹, 11 Engelsk "realkredit". Et Building Society skaffede oprindeligt finansiering til privatpersoners ejendoms køb. Den oprindelige struktur var,

Figur 7. O/N LIBOR udviklingen, 2001-2010



Kilde: Federal Reserve Economic Data

der kunne trække sin historie tilbage til 1865. Northern Rock var omdannet til et aktieselskab og børsnoteret i 1997. Forretningsmodellen var udlån til ejendomsfinansiering. Privatpersoners lån til køb af fast ejendom. Hvor indlån var den bærende finansieringskilde for et gensidigt ejet Building Society, blev kapitalmarkedsfunding afgørende for Northern Rock. I 2007 stammede kun 23 pct. af fundingen fra indlån. Northern Rock var meget veldrevet og nød stor respekt i UK.

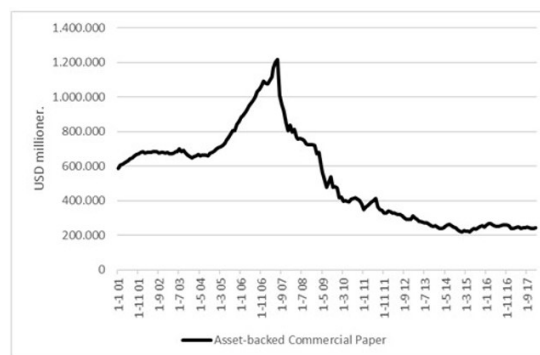
Northern Rock blev nationaliseret den 22. februar 2008, aktionærerne mistede deres værdier. Det, der førte til Northern Rocks sammenbrud, skal kort skitseres i det følgende. Fordi forløbet illustrerer, hvordan likviditetsbehovet opstod - for en veldrevet bank, og hvordan en bank kan erklæres insolvent, selv om den ikke på noget tidspunkt frem til statens overtagelse af aktiver og passiver den 22. februar 2008 havde ophørt med at være en "going concern"¹².

Da Northern Rock havde et stort indlånsunderskud var størstedelen af Northern Rocks funding baseret på lån på kapitalmarkederne, og da likviditeten forsvandt fra kapi- at borgerne i et geografiske område hver indsatte et beløb hver måned. Når der så var penge nok til at bygge et hus, blev det bygget og efter en forud aftalt fordelingsnøgle fik så et af Building Societies' medlemmer dette hus men vedblev med hver måned at betale til BS, og sådan blev det ved, indtil alle medlemmerne havde fået et hus. Det ændrede sig til at man kunne få et lån til at bygge, når en opsparingskonto var tilstrækkelig stor. Så til at et BS i dag, er et bank der har specialiseret sig i ejendomsfinansiering.

¹² Northern Rock Casen gennemgås detaljeret i Shin (2010, 132), og afsnittet her er min sammenfatning af forløbet.

talmarkederne i august 2007, figur 8, kom et institut med eksponering mod ABCP'erne¹³ i problemer. Det voldsomme fald i udestående ABCP'er er lig en voldsom reduktion i markedslikviditet.

Figur 8. Den samlede volumen på ABCP-markedet



Kilde: Federal Reserve Economic Data

Likviditeten er ilten i det finansielle system, forsvinder ilten dør selv den i bedst kondition. Centralbankerne skal i sådanne tilfælde understøtte markedet med likviditet og give de kreditværdige banker likviditetsstøtte. Være "Lender Of Last Resort", hvilket betyder, at når ingen vil låne til selv et kreditværdigt institut, er det centralbanken, der skal træde til. Det gjorde Bank of England også - til en grænse, men slutspillet blev, at statsmagten overtog instituttet.

Det er her, at debatten om *stramningen af pengepolitikken* kommer ind. For spørgsmålet er, om sammenbruddet i ABCP-markedet i sommeren 2007 alene var uheldig kædereaktion? En kædereaktion drevet af investorer, der er mere eller mindre eksponerede mod det amerikanske sub-prime¹⁴ marked og andre blot eksponeret mod ABCP-markedet. Eller var det en kombination af, at Fed strammede pengepolitikken i sommeren 2007, samtidig med at investorerne begyndte at få tab på sub-prime

¹³ ABCP står for Asset Backed Commercial Paper og er en form for erhvervsobligation, der har sikkerhed i andre finansielle aktiver.

¹⁴ Sub-prime markedet var en lille del af boligmarkedet, hvor der var ydet lån til låntagere med lavere kredit score end "prime", hvorfor de var sub-prime. Der var altså tale om boliglån med en større risiko end boliglån på det normale boligmarked.

eksponeringer, og denne uheldige cocktail udløste det voldsomme skift i markedsforhold på ekstremt kort tid?

Figur 8 viser det dramatiske fald i den udestående beholdning af ABS i de første uger af august 2007. Selv om Northern Rock ikke var eksponeret mod det amerikanske sub-prime marked på aktivsiden, var banken eksponeret mod, at deres finansieringskilde skulle "tørre ud", fordi de benyttede samme måde at funde sig på, som investorer i sub-prime lån også anvendte. Northern Rock fik deres korte funding fra investorer i ABCP markedet, hvorfor banken blev ramt, da investorerne trak sig ud af ABCP-markedet, fordi de ikke ønskede sub-prime eksponering. Ultimo 2007 havde Bank of England ydet likviditetsstøtte til Northern Rock for over 28 mia. pund.

Hvorfor opstår mistilliden – en vurdering af to gængse forklaringer

I foregående afsnit har vi set på, hvordan Northern Rock kom i vanskeligheder, fordi instituttet var eksponeret mod samme type funding, som investorer med stigende kredit-tab fra US sub-prime også anvendte til at finansiere deres udlån med. Dermed illustrerer tilfældet Northern Rock fint, hvor forbundet kapitalmarkederne og de finansielle institutioner er. Vi forholdt os ikke til, hvorfor denne mistillid opstod. To ofte fremførte synspunkter er, at grådighed, "the animal spirit" og liberalisering af sektoren er de væsentligste årsager til, at det gik galt i 2007-08.

Grådighed! Bankdirektørernes grådighed¹⁵ bevirkede, at de havde et fejlagtigt fokus. Direktørernes fokus var vækst, derfor blev risici ignoreret. Det er den psykologiske forklaring, der også fortæller, at finansielle institutioner, der netop eksisterer for at påtage sig risiko og tjener penge ved at påtage sig en risiko, slet ikke evnede at prise risikoen korrekt. Risikoen i markedet var fatalt underprissat. Grådigheden havde gjort mange blinde. Bankdirektørerne og væsentlige aktører i sektoren, havde personlige incitamentter til at tage store risici,

¹⁵ Financial Crisis Inquiry Report (2011,281) omtaler det forhold, at top 5 i Bear Stearns havde fået bonus og løn der tilsammen var større end SEC's samlede budget i 2007.

gik det godt fik de enorme bonusser, gik det skidt var det bankens tab.

Grådighed er en naturlig del af tilværelsen. Når den i stedet benævnes ambitioner, håb, længsler, drømme lyder det mindre negativt. Formuleret som begær er det dobbelttydigt, men de gode og de ubehagelige sider af mennesket er et grundvilkår. Kristendommen benævner det synd. Psykologerne drifter, men det er et element hos alle mennesker. Det driver mennesket til at frembringe det ypperste, udøve det ædleste og det mest modbydelige. Det findes ikke mere i finanssektoren end i andre sektorer. Grådighed er et livsvilkår. Er grådigheden ukultiveret, uovervejende kan den føre til dårlige beslutninger og dårlige handlinger, men er ambitionerne disciplinerede, fører det til gode resultater. Der er intet bedre til at disciplinere end markedsøkonomien. Den kreative destruktion fører noget godt med sig.

Det er korrekt, at krisen afslørede dårligt drevne banker, hvor årene med økonomisk fremgang fra begyndelsen af nullerne til 2007, havde gjort det enkelt at drive bank. Så inkompetencen var skjult under de gode tider. Herhjemme har sagerne omkring flere af de banker, der blev overtaget af Finansiell Stabilitet A/S, ikke afsløret, at det var veldrevne banker, der bukkede under, da konjunkturerne vendte. Men, at enkelte pengeinstitutter er dårligt drevet, er jo ikke i sig selv en årsag til at hele verden ramler, og at sektorens aktører ikke evner at prisfastsætte risikoen korrekt.

Den væsentligste årsag til, at risikoen i markedet blev undervurderet, var, at det var meget enkelt at få kredit. Fundingen lå og flød frit. Bankerne kunne hente finansiering til meget lave renter. Og det er netop her, den usunde incitamentstruktur gemmer sig. En årsag til at bankerne kunne låne billigt, var at de havde meget høje ratings, så kreditrisikoen ved at låne ud til en bank blev vurderet som værende yderst begrænset – fordi i en kreditvurdering af et pengeinstitut er pengeinstituttet vurderet fra långivers side, af obligationsinvestorerne, og vurderingen var, at et stort pengeinstitut aldrig ville få lov til at gå ned. Staten vil træde til og dermed sikre obligationsinvestorerne. Heri havde obligationsinvestorerne ret. Risikoen ved et udlån til et pengeinstitut var begræn-

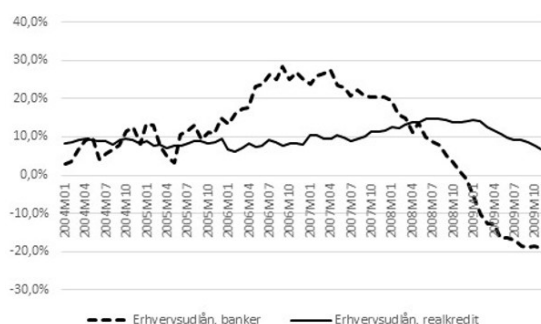
set, staten trådte til. Så moral hazard incitamentstrukturen lå ikke hos ledelsen i bankerne men hos obligationsinvestorerne og hos fonde, der købte obligationer udstedt af bankerne og værdiansatte disse obligationer, ikke ud fra pengeinstituttets reelle kreditkvalitet, men ud fra, at der stod en regering bag, Hetzel (2012, 149).

Det faktum, at myndigheder igennem årtier, altid har trådt til og reddet stumperne af de (få) banker, der kom i problemer, skabte fundamentet under – de korrekte vurderinger fra investorerne – at regeringerne redder investorerne. Dette forhold satte rammebetingelser for sektoren, der opbyggede skævheder ud fra de usunde incitamentstrukturer.

I Danmark er myndighedernes ageren meget mere pro markeds løsninger end mange steder i udlandet og især mere markedsorienterede end i USA, hvor man har en meget lang tradition for at redde investorerne i nødstedte banker. I Danmark tabte aktionærer og investorer i ansvarlige og subordinerede lån deres investeringer, det gjaldt i 1993 og i 2009. Dette har efterfølgende afspejlet sig i danske bankers rating, der i dag er lavere end i lande, hvor regeringerne støttede bankerne.

Obligationsinvestorernes funding af bankerne, der var grundlaget for den kraftige krediteksponering i mange lande, var understøttet af centralbankernes lempelige pengepolitik i årene forud for krisen. En udlånsvækst, der er meget større end den generelle økonomiske vækst igennem for lang tid, er ikke holdbar.

Figur 9. År/år procentvis udlånsvækst i Danmark



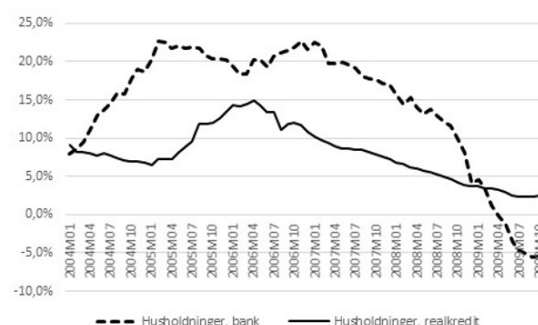
Kilde: Nationalbanken

Bankernes erhvervsudlån voksede op mod 30 pct. i 2006, og væksten toppede i september

2006 med 28,5 pct. i årlig udlånsvækst på sektorniveau.

I forhold til private var udlånsvæksten i Danmark også meget kraftig, og realkreditlångivningen var også stigende i årene forud for den økonomiske nedtur.

Figur 10. Udlånsvækst til private (år/år) i Danmark



Kilde: Nationalbanken

Den udlånsvækst, som illustreres i figur 9 og 10, blev finansieret på kapitalmarkederne og ikke ved traditionelt indlån. Så når likviditeten tørrede ud på de internationale kapitalmarkeder, tørrede den også ud for danske pengeinstitutter.

Som i de fleste økonomiske kriser er centralbankerne nøglen til at forstå, hvorfor skævheder bygges op, og hvorfor de brydes hurtigt ned, når der sker stramninger af pengepolitikken. For Hetzel (2010, 204-238) er det afgørende forhold i 2008-09, at begyndelsen på en mild recession i 2007 blev forværret af centralbankens ageren, hvilket udviklede sig til den alvorligste sammentrækning i efterkrigstiden.

I 2007 blev USA's økonomi påvirket af kraftigt stigende energipriser og en korrektion i ejendomspriserne. Korrektionen i ejendomspriserne var fuldt berettiget. Disse korrektioner ramte MBS- og ABCP-markederne, hvilket førte til tab for hedge fonde og investorer, men ikke noget der skulle skabe den største krise siden 1930'erne. For Hetzel (2010, 211) er det afgørende at påpege, at den økonomiske nedtur var forstærket og intensiveret, inden den finansielle tumult i september 2008 efter Lehman Brothers krak. Hetzel (2010, 214): "The hypothesis here is that contractionary monetary policy turned a moderate recession into a severe recession during the summer of 2008".

Den anden ofte fremførte forklaringshistorie er deregulering, at liberaliseringen af banksektoren var årsagen til krisen. Det er korrekt, at der siden kapitalbevægelsernes liberalisering i årene 1978-1988 skete en liberalisering, men at sektoren var ureguleret, som man kan få indtryk af fra den almene debat – er simpelt hen forkert. Den væsentligste liberalisering var kapitalbevægelsernes frie bevægelighed, så betalinger og likviditet kunne flyde frit og uhindret over landegrænserne. Det er et af de væsentligste positive bidrag til den økonomiske fremgang, der har været globalt siden 1980.¹⁶ De positive effekter af frie kapitalbevægelser kan næppe undervurderes.

Der blev også gennemført en liberalisering af produkter og ejerstrukturer. I Danmark var der siden 1980'erne sket en liberalisering af udlånsprodukterne og en ophævelse af skellet mellem sparekasser, banker og realkreditinstitutter. Siden begyndelsen af 1990'erne kunne realkredit og bank drives af samme ejerkreds.

På produktsiden var der i efterkrigstiden og op til slutningen af 1970'erne begrænsninger på, hvor meget et realkreditinstitut eller en bank måtte låne ud i kvartalet¹⁷.

Mellem Landsmandsbankens krak i 1924 og til Kronebankens sammenbrud i 1984 var der ikke et eneste pengeinstitut, der var gået ned i Danmark. Den finansielle sektor var en statisk størrelse, der langsomt fik lov til at åbne sig mod omverdenen, hvilket har været et ubetinget gode. Trods at lempelserne på udlån også førte til, at enkelte banker ikke kunne håndtere "friheden". Kronebanken brød sammen i 1984 pga. for kraftig udlånsvækst. Banker kommer ofte i problemer ved for kraftig udlånsvækst og især, hvis udlånsvæksten sker i et segment, banken ikke har erfaring med. Hvilket var essensen af Kronebankens problemer, men det

¹⁶ Liberaliseringen af kapitalbevægelserne var påbegyndt tilbage i 1960'erne og skete dels ud fra internationale aftaler og dels efter pres fra dansk erhvervsliv. *Dansk Pengehistorie 1965-1990*, s. 50-52.

¹⁷ I *Dansk Pengehistorie*, beskrives disse loft og begrænsninger flere steder. Begrænsninger som i dag virker meget langt væk og utænkelige, men som måske – i en anden form – kan være på vej tilbage i form af Tilsynsdiamant og "Godskik" regler.

betyder jo ikke, at liberaliseringen af udlåns-mængder og muligheder havde været forkert. Det er blot en omkostning ved at give friere rammer, hvis gevinster overstiger ulemperne.

At sikre finansiel stabilitet består i at finde balancen mellem en meget sikker men statisk død banksektor og en dynamisk konkurrerende, økonomisk stærk og indtjenende sektor, der har en større risiko.

Kronebankens problemer fik en kopi med Roskilde Bank, der oprindeligt havde en overvægt af udlån til privatkunder, men som på få år voksede med over 30 pct. om året, og hvor erhvervsudlån til slut udgjorde over 50 pct. af bankens udlån.

I 1990'erne kom variabelt forrentede realkreditlån, løbetider blev forlænget fra maksimalt 20 år til 30 år, og afdragsfrie perioder blev muligt. Et realkreditlån var lige pludselig en mængde muligheder. Låntagerne fik fleksibilitet, hvilket skyldes den produktudvikling, der blev mulig med liberaliseringen, men dette er ikke krisens årsag. Kritikere har påpeget, at de afdragsfrie lån bidrog til, at ejendomspriserne steg i København i 2003-2006. Det kan da godt forklare et element i ejendomsprisernes stigning, men variabelt forrentede lån og afdragsfrihed har i højere grad haft en positiv betydning. Den positive og stabiliserende betydning var, at låntagere, der kom i økonomiske problemer, blev ramt af en social begivenhed, skilsmisse, død, arbejdsløshed, fik redskaber til at klare sig igennem. Den øgede fleksibilitet for låntagerne har bidraget positivt til låntagernes levestandard.

Figur 11. Ejendomme på tvangsauktion i Danmark, månedssdata 1999M1-2017M10



Det større produktudbud og de lave renter

er blandt de væsentligste årsager til, at tabene på privatkunder igennem 2007-2009 krisen var så relativt beskedne for danske penge- og realkreditinstitutter. De mange forskellige låneprodukter, der var på markedet under krisen, er et væsentligt bidrag til, at mængden af ejendomme på tvangsauktion i 2007-09 var markant lavere end tilbage i 1987-93 krisen, figur 11.

Liberaliseringen af sektoren og produktudbuddet havde intet med omfanget af krisen i Danmark at gøre. Tværtimod, liberaliseringen gjorde, at mange menige låntagere kom lettere igennem, end hvis forbedringen af produktudbuddet ikke havde fundet sted.

Der fandt en tilsvarende liberalisering sted i de øvrige nordiske lande, EU og USA. Liberaliseringen af sektoren gav mulighed for etablering af større og mere diversificerede finansielle koncerner.

Den regulerede sektor

Sektorens rammebetingelser var regulerede. Et væsentligt område, som reglerne for nedskrivninger, (kreditreservationer) blev ændret afgørende i 2004-05. Hertil blev kapitalkravreglerne også ændret i årene op til krisen. Et nyt kapitalregime, der var indført i 1988 og opdateret i 2000, havde også stor betydning for bankernes bonitet, da krisen ramte.

Bankernes kreditbonitet blev reduceret i årene op til krisen gennem den førte politik. Både af ændringer i dansk lovgivning og ved implementeringen af internationale fælles regnskabsregler. Forhistorien er, at en af årsagerne til at danske banker kom så (relativt) helskindet gennem "Den store Nordiske bankkrise" i 1990-93 var, at de var meget velkapitaliserede. De daværende regnskabs- og skatteregler gjorde det attraktivt at hensætte til fremtidige kredittab, der gjaldt et "forsigtighedsprincip". Forsigtighedsprincippet var blevet indført i dansk banklovgivning i 1930 efter krisen i 1920'erne¹⁸. Reglerne gjorde det muligt at regulere resultatet i gode tider og stabilisere det i dårlige. Penge- og realkreditinstitutter hensatte beløb mod fremtidige kredittab, uden at der var låntagere, der var i konkrete problemer. Vurderingen var, at nogle låntageres kre-

¹⁸ *Den Finansielle Krise i Danmark*, Rangvid Rapporten, s. 155.

ditbonitet var svækket, og selv om de stadig betalte afdrag og renter, blev der hensat et beløb.

Alternativt at udlån til en sektor vurderedes mere konjunkturfølsomt, så blev der hensat til fremtiden mod et potentielt kredittab i den pågældende sektor. Hertil kom, at der var skattefradrag for det hensatte beløb, der først blev beskattet, når hensættelsen blev tilbageført som en indtægt for instituttet. Fordelen ved dette var, at bankerne havde reserver, der var tilstrækkelige til at få dem igennem krisen i begyndelsen af 1990'erne. Der var en incitamentsstruktur, der ansporede til forsigtighed. Ulempen var, at regnskabslæseren måtte vurdere, hvor store "skjulte reserver" en bank faktisk havde. Hvad var den egentlige egenkapital? Hvad var periodens reelle resultat?

Skatteincitamentet til at foretage hensættelser blev fjernet i år 2003. Der blev etableret en hensættelsesafgift. Og i år 2005 kom nye internationale regnskabsregler, der førte til massive tilbageførsler af foretagne hensættelser. Rangvid rapporten vurderer, at nedskrivningerne var 25-50 mia. kr. lavere, da krisen brød ud, end de ville have været under de gamle regler, Rangvid (2013,150).

Forsigtighedsprincippet, der havde tjent dansk bankvæsen godt i over 60 år, blev erstattet af et uprøvet "neutralitetsprincip". De nye regnskabsregler tilsigtede, at kreditreservationer alene skulle foretages når der var "objektiv indikation for værdiforringelse" – OIV. Et nobelt mål. Var man bekymret for fremtiden, skulle der ske en reservation i solvensbehovet. Solvensbehovet er det individuelle mål for, hvor stor en kapital instituttet skal have. Det var klart mere alvorligt at øge solvensbehovet end som tidligere blot at foretage en hensættelse, som skattereglerne også begunstigede. Pengeinstitutterne anerkendte, at de havde skjulte reserver, og Finanstilsynet anerkendte det. Samtidig blev kravene om tilbageførsler af foretagne hensættelser gennemført meget konsekvent og mekanisk i Danmark ift. i andre nordiske lande. De nye regnskabsregler havde svækket polstringen af bankerne, ikke blot i Danmark, men i hele Europa¹⁹. Det var

¹⁹ Som en konsekvens af dette er der så i årene efter krisen arbejdet på nye regnskabsregler for beregning af nedskrivninger. IFRS 9, der nu er

ikke hensigten, der var at øge informationsværdien af regnskaberne. Men resultatet blev, at reglerne havde svækket bankerne, da konjunkturerne vendte. Effekten havde været en de facto øget gearing af bankerne, blot fordi incitamentsstruktur og rammebetingelse for kreditnedskrivninger var blevet ændret.

De nye - teoretisk attraktive regnskabsregler - resulterede i at bankerne stod med en reelt mindre kapital end, hvis "neutralitetsprincippet" havde været bibeholdt. Hertil skal lægges, at fjernelsen af skattefordelen ved en hensættelse efter "forsigtighedsprincippet" også havde øget driftsomkostningen ved at foretage reserverationer.

Kapitalreglerne Basel I og II

Der har været skrevet meget om de procykliske elementer i Basel II reglerne, hvordan de fremmede, at et pengeinstitut beregner et lavt kapitalkrav i gode tider og et højere i dårlige tider. Det højere kapitalkrav kommer så på et tidspunkt, hvor det er vanskeligt at hente ny fremmedkapital. Inden vi vurderer kapitalreglerne, og de incitamentsstrukturer kapitalreglerne etablerede, bør man have med i overvejelserne, hvis der slet ikke var kapitalkrav.

Når en virksomhed kredittvurderes, indgår solvensen som en parameter, beregnet som egenkapitalens andel af balancen. En virksomhed finansierer nogle af sine forretninger med en stor andel af egenkapital, andre med en mindre andel. Gearingen afhænger af risikovurderingen og afkastpotentialet. Hvis en bank opererede uden kapitalkrav, ville tilgangen til de enkelte udlån være på samme måde. Gearingsfaktoren ville være forskellig fra forretning til forretning. De udlånsforretninger, hvor risikoen er lav, vil betale en lav rente, så for at egenkapitalen skal forrentes, vil sådanne udlånsforretninger blive gearret kraftigt. De udlånsforretninger, der betaler en høj rente, repræsenterer en højere risiko og vil også blive finansieret med en større egenkapitalandel.

Grundlæggende vil et pengeinstitut alene allokere den nødvendige kapital til en forretning, og fremmedfinansiere forretningen mest trådt i kraft pr. 1.1.2018. Det ironiske er, at de indeholder et forsigtighedsprincip og afviger fra neutralitetsprincippet.

muligt for at opnå et tilfredsstillende afkast. Lån til kunder med meget høj kreditværdighed kræver mindre kapital end lån til kunder med lav kreditværdighed. Uanset reguleringen er det den dynamik, der er en naturlig del af pengeinstitutforretningen.

I 1988 kom Basel I reglerne. Hermed indførtes et kapitalkrav opgjort som 8 pct. af "de risikovægtede aktiver". Det trådte i kraft i 1991 i Danmark og var en del af fælles europæiske regler. Anekdoten om, hvordan de 8 pct. i kapitalkrav blev fastsat var, at den daværende formand for Baselkomiteen, Bank of England's næstformand Peter Cook²⁰ blev træt af den uendelige diskussion om niveauet af et kapitalkrav og skar igennem. I måneder var det drøftet om kapitalkravet skulle være 6, 8, 10 pct. eller noget helt andet, så fastsatte Peter Cook det til 8 pct. - han gad ikke høre mere snak om det ene og andet. Der er med andre ord ikke et teoretisk argument for hvorfor kravet er 8 pct. Det er rent politisk bestemt. De 8 pct. var en klar lempelse i forhold til de daværende regler i Danmark, og et udtryk for et kompromis i Basel komiteen.

Inden Basel I's ikrafttræden skulle danske pengeinstitutter holde kapital svarende til mindst 12 pct. af de samlede gældsforpligtelser. Rent principielt er det på mange måder en sundere tankegang. Hvordan instituttet anbringer midlerne (aktivsiden) må instituttet selv afgøre, men det skal kunne svare sine forpligtelser, hvorfor kapitalkravet opgøres i forhold til dem, instituttet skylder penge. Som skrevet i indledningen, skal et pengeinstitut forvalte indskydernes penge, og et realkreditinstitut obligationsinvestorerne. Det er betroede midler. Det er disse betroede midler, egenkapitalen og dermed ejerne skal sikre.

At opgøre kapitalkravet ift. forpligtelserne er en tanke, der ligger langt væk fra dagens bankverden; med Basel I kom kapitalkravet til at dreje sig om, hvordan du gearede dine forretninger, men med ens regler for alle. For nu fastsatte Basel I gearingen ved at definere den gennem risikovægte for de enkelte udlåns kategorier. Udlån til stater var risikofrit, udlån med pant i beboelsesejendomme havde meget

²⁰ Formænd for Basel komiteen, se: https://www.bis.org/bcbs/organ_and_gov.htm

lav risiko og udlån til erhverv høj risiko. Disse vægte af aktivet, har siden dannet rammerne for institutter i hele den vestlige verden. Når en statsobligation skal vægtes nul, bindes der ingen egenkapital i købet af en statsobligation eller i et udlån²¹ til staten. Basel I træder i kraft i 1991, og er fuldt indfaset i 1995.

Fra 2000 kom Basel II reglerne, der åbnede op for, at institutter, der har data og de nødvendige matematiske modeller til modelleringen af kreditrisikoen, efter godkendelse af Finanstilsynet kan beregne deres risikovægte på udlån.

Basel II lægger op til markant lavere kapitalkrav for de institutter, der har godkendte modeller. Basel II skulle træde i kraft i 2008, men der blev indført et ”gulv”, så den fulde effekt af Basel II lempelserne blev indfaset gradvist. Gulvet er blevet forlænget i flere omgange, men ophørte officielt ultimo 2017. Gulvet sikrede, at kapitalkravet aldrig faldt til under 80 pct. af det kapitalkrav, der var opgjort under Basel I. I 2022 vil der være etableret et nyt ”gulv” med implementeringen af Basel III²².

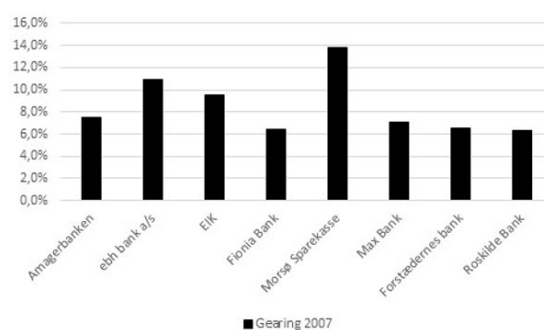
Det kan jo undre, når der i offentligheden har bredt sig den opfattelse, at kapitalkravene var reduceret markant, når der hele tiden har eksisteret et gulv. På den måde er Basel II modellerne aldrig rigtigt kommet i spil, med mindre de beregnede kapitalkrav var højere end Basel I gulvet, hvilket er tilfældet for nogle pengeinstitutter.

Desuden er det også værd at bemærke, at de pengeinstitutter, der brød sammen i Danmark, alle udelukkende opgjorde deres kapitalkrav efter Basel I reglerne. Hverken Roskilde Bank, Fionia eller EBH var i nærheden af Basel II og de risikostyringsmodeller, det krævede. De banker, der havnede i Finansiell Stabilitet, havde alle solide kapitalprocenter i årsregnska-

²¹ Dette forhold kan der være ændringer på vej til. Basel udsendte december 2017 et discussion paper om eksponeringer mod stater. De lægger op til et koncentrationsrisikomål for eksponeringer mod stater. ”The regulatory treatment of sovereign exposures – discussion paper”, <https://www.bis.org/bcbs/publ/d425.htm>

²² Også benævnt Basel IV, men officielt er det blot Basel III der gøres færdigt, men i markedet omtales de seneste tilføjelser som Basel IV.

Figur 12. Pengeinstitutternes gearing i de nødlidende institutter



Kilde: Årsregnskaber 2007

berne året inden, de brød sammen.

I figur 12 er kapitalprocenterne opgjort som Egenkapitalen ift. Balancen. Det er en simpel gearingsratio. I dag er der indført et krav om en gearingsratio på minimum 3 pct. Det krav opfyldte alle disse banker til fulde.

Det leder til det centrale problem i, hvad sund kapitalisering af et pengeinstitut er. Nu er der kapitalkrav, hvis et institut kommer ned på lovens krav om 8 pct. eller falder til under det individuelle solvensbehov, der altid er højere end 8 pct., så lukkes instituttet. Det erklæres ”konkurs” og overtages enten af andre pengeinstitutter eller efter 2008 afvikles af Finansiell Stabilitet A/S.

Når markedet ser på kapitalforholdene, skal niveauet være over det individuelle solvensbehov plus alle andre bufferkrav for, at investorer kan have tillid til kapitaliseringen af banken. Lovens minimumskrav er i praksis ikke et minimumskrav. Intet institut vil med fri vilje komme tæt på kapitalkravet. Fleksibilitet kræver en buffer til lovens krav. Er kravet f.eks. 15 pct., skal pengeinstituttet nok have en 17-18 pct. for at have en risikobuffer til de officielle kapitalkrav. Det går godt i gode tider, men i tider med økonomisk uro, hvor der opstår tab på balancen, så gnaves der i egenkapitalen.

I fremtiden vil banker komme i problemer, når de har kapitalprocenter på 14-16 pct. og ikke 8-10 pct. som i dag. Så ved at hæve kravet har myndighederne også hævet tidspunktet for, hvornår en bank defineres til at have problemer.

Centrale hændelser i 2007-09.

Den 15. september 2008 brød finanskrisen

igennem og nåede sit peak! Den dag gik Lehman Brothers Inc. konkurs. Konkursen udløste fornyet panik på de finansielle markeder. Derfor betragtes det ofte som en af de helt store fejl af den amerikanske regering, at den lod Lehman²³ gå ned. Den alternative vurdering, som der skal redegøres for her, er, at der var et afgørende forløb *forud* for Lehman konkursen, hvor myndighederne begik fejl. Den afgørende fejl var myndighedernes etablering af forventninger i markedet om, at Lehman eller andre institutter ikke ville få lov til at lukke. Myndighederne skabte usikkerhed og panik med deres zigzag kurs.

Myndighedernes opgave er at sætte rammerne for virksomhederne, de skal *ikke* løbende tilpasses og ændres, ud fra uklare politiske hensyn. Loven skal gælde for alle. Embedsmænd skal ikke bøje loven ud fra et eller andet generelt hensyn. Den primære fejl var derfor ikke, at man lod Lehman gå ned, men at man tvang en redning af Bear Stearns igennem i marts 2008, hvor man ydede likviditetsgarantier og kreditgarantier til JP Morgan for at overtage Bear Stearns²⁴.

Tilbage i 1998 havde den tidligere centralbankdirektør, Greenspan, orkestreret en redning af LTCM, hvor de store banker fik funding og likviditetsgarantier fra Fed, hvis de overtog LTCM. Der var dermed etableret en klar præcedens for, at når en finansiell institution kom i problemer, ville der blive etableret en løsning, hvor Fed stillede ikke bare likviditetsfaciliteter men i Bear Stearns tilfælde også påtog sig en kreditrisiko og gav tabsgarantier. Så, hvorfor skulle Fed ikke gøre det samme i Lehmans tilfælde?

Regeringen og Fed ønskede markedsdisciplin, men den skulle være indført ved, at lade

Bear Stearns finde en privat markedsløsning, overlade en redning af instituttet helt til det private marked. Bear Stearns var også en meget mindre spiller, så det havde højst sandsynligt været muligt, at håndtere en afvikling af denne institution på markedsmaessige vilkår.

Hvad så med Lehman? Lehman's karismatiske formand og CEO, Richard Fuld, afslog en privat markedsløsning i august 2008, hvor han afviste at have likviditetsproblemer og samtidig afviste at sælge dele eller hele koncernen til Development Bank of South Korea, Hetzel (2012, 246-248). Det var ikke markedsfejl, der udløste panikken i september 2008, men politikfejl.

Finansministeriet og Fed begik den første fejl, at de ikke arbejdede for markedsdisciplin ved Bear Stearns, men udvidede Fed's instrumenthåndbog, hvori Fed påtog sig kreditrisiko og dermed ikke alene var en institution, der fremskaffede likviditet. Dette skabte en naturlig forventning i markedet, at skulle endnu en institution komme i problemer, ville Fed og regeringen orkestrere en redning a la Bear Stearns.

Når Fed har sagt A, må de også sige B. Det gjorde de ikke. I stedet lod de Lehman gå ned, og samtidig oprettede Fed TARP (Troubled Asset Relief Program). Et program hvor Fed opkøber obligationer og aktiver, der var faldet i markedspris. TARP var for at stabilisere markedet og herigennem yde bankerne en indirekte støtte til deres balancer. Men reaktionen i markedet blev, at TARP og Lehman konkursen såede uro og panik, for hvad var det, som Fed og Finansministeriet vidste og som markedsaktørerne ikke vidste, siden de handlede anderledes i tilfælde B end i A?

Zigzag kursen skabte panikken. Den kunne være undgået, hvis myndighederne først og fremmest ikke havde sagt A (altså reddet Bear Stearns), men da de havde begået den fejl, kunne de ikke gøre den ugjort ved at lade Lehman gå ned. Denne vurdering af Lehman konkursen findes hos Robert Hetzel i "The Great Recession". Zigzag kursen udmøntede sig også i, at centralbanken afveg fra alene at stille likviditet til rådighed til at også at påtage sig en kreditrisiko. Dermed blev det uklart for markedet, hvem der havde midlertidige likviditetsproblemer og hvem der reelt fik kredit, hvorfor

23 Lehman konkursen er spektakulær. Den kan betragtes som verdenshistoriens største konkurs. Fed New York har en meget interessant artikel om konkursen, og hvor omfattende den var.

24 Financial Crisis Inquiry Report (2011, 280). Bear Stearns led tab i deres hedge fund i juli 2007. Tabene var opstået på deres MBS- og CDO-porteføljer. MMF (se Figur 6) forlængede ikke deres funding. Banker ville ikke indgå repo-forretninger med Bear Stearns. Myndighederne lukkede Bear Stearns pga. likviditetsproblemerne.

usikkerheden øgedes gennem den førte politik.

Forud for de likviditetsmæssige problemer, der havde bragt Northern Rock i problemer i sommeren 2007, Bear Stearns til fald marts 2008 og Lehman i september 2008, var der også et pengepolitisk forløb.

I december 2007 var USA allerede inde i en mild recession. Den kraftige stigning i oliepriserne og korrektionen i et overvurderet ejendomsmarked i 2007 har en realøkonomisk negativ effekt på økonomien. Tabene på ejendomsudlån er begyndt at stige, arbejdsløsheden er vokset, den økonomiske vækst falder, og denne milde recession bliver til en krise, fordi Fed strammer pengepolitikken i 2008. Hetzel (2012, 204). Det, der er meget centralt i Hetzels pointe, er, at den økonomiske nedtur var i gang og kraftig *inden* Lehmans kollaps²⁵. Så Lehmans kollaps faldt sammen med den kraftige recession 2008-09, men var ikke årsagen til den.

Afslutning

Zigzag kurser fra centralbanker, pengepolitiske stramninger på tidspunkter, hvor markedet er i færd med at trække sig sammen, var afgørende faktorer for, at det gik så galt som det gjorde i 2007-9.

At det ikke gik meget værre, skyldes så også at US Fed støttede ikke blot amerikanske finansielle institutioner, men alle med en dollar eksponering.

At der er institutter, der har været dårligt ledet, er ikke krisens årsag, men at rammebetingelserne for at drive bank blev ændret markant i 10 året forud for krisen, at kreditvæksten var for høj, pengepolitikken for lempelig i perioden op til, men der blev strammet unødigt på det forkerte tidspunkt.

Som reaktion på krisen er reguleringen nu øget massivt. Det er en syndflod af regulering, der er væltet ned over institutterne. Så i dag skal institutterne overholde en række nøgletal, der måler på om kapital, likviditet og likviditetsafløb har de rette forhold ud fra fastlagte definitioner. Det skyldes, at krisen i 2007-09 først og fremmest var en likviditetskrise; men om verden er et bedre sted i dag med en masse nøgletal, som institutterne skal overholde vil 25 Hetzel (2012, 208-214)

debatten om den finansielle sektor dreje sig om i de kommende år. For når der opstår markedsuro, er det ikke spørgsmålet, om du opfylder et nøgletal, der er afgørende for, om du som institut overlever, men om du har mulighed for at købe og sælge dine aktiver og optage lån i markedet.

Den overnormale risikovillighed, der prægede årene op til 2007, søger man nu at reducere gennem detailregulering. Alternativet til dette er øget markedsdisciplin, men det ville kræve en fjernelse af sikkerhedsnettet. Det sikkerhedsnet, som var der, da det hele faldt sammen, og som markedsaktørerne alle vurderede også var der.

Valget mellem øget regulering eller øget markedsdisciplin for at reducere moral hazard problemerne indeholder begge omkostninger.

I dag har man valgt reguleringsvejen uden en reel vurdering af de faktiske omkostninger og faktiske begrænsninger. Omkostninger ved manglende økonomisk vækst og omkostningerne ved manglende fleksibilitet, når den næste krise rammer.

Litteratur

Allen, Franklin & Gale, Douglas (2008): *Understanding Financial Crises*. Oxford.

Calomiris, Charles W. & Haber, Stephen H (2014): *Fragile By Design. The political origins of banking Crises & Scarce Credit*. Princeton.

Hetzel, Robert L. (2012): *The Great Recession. Market Failure or Policy Failure?*. Cambridge.

Shin, Hyun Song (2010): *Risk and Liquidity*. Oxford.

Danmarks Nationalbank (2010): *Dansk Pengehistorie 1990-2005*.

Erhvervs- og Vækstministeriet, (Rangvid rapporten, 2013): *Den Finansielle Krise i Danmark*.

The Financial Crises Inquiry Commission (2011): *The Financial Crisis Inquiry Report*. Washington.

Om Rothbards Naturret

Kristoffer Mousten Hansen

Er en rettighedsbaseret anarkisme muligt? Det mente Murray Rothbard, men i *Libertas* nr. 64 rejser Torben Mark Pedersen en grundlæggende indvending mod Rothbards system: ifølge Pedersen er der en grundlæggende selvmodsigelse mellem eksistensen af absolutte, ufortabelige rettigheder og muligheden for at forsvare sig selv og straffe forbrydere. Derfor må det rothbardske samfund forfalde til et voldeligt anarki. I det følgende vil jeg forsøge at påvise, at Rothbards rettighedstænkning ikke falder for Pedersens indvending: rettigheder kan fortabes ved at begå visse handlinger – vold og krænkelse af andres ret – og det er derfor muligt at forsvare sig uden selv at krænke nogen rettigheder. Derfor er, som jeg forsøger at skitsere Rothbards rettighedstænkning fuldt ud i stand til at håndtere spørgsmål om selvforsvar, krig og straf, og er derfor ikke bare en utopisk fantasi, som kræver at vi postulerer en genfødt, forbedret menneskehed, men finder fuld anvendelse på verden og mellem menneskelige relationer, som de er i dag. For at se dette, er det dog nødvendigt, at vi ikke betragter Rothbard som en isoleret tænkner. Han skriver sig eksplicit ind i en tradition for rettighedstænkning i vesten og må derfor tolkes som en del af denne – selv om han er et radikaliseret skud på stammen

Kan man begrunde rettigheder? Kan et liberalt samfund etisk forsvares, hvis man begynder med en robust forståelse af den enkeltes ret? Murray Rothbard forsøgte i sin politisk-etiske filosofi at gøre netop dette: ved at begrunde alle rettigheder i individets ret til sig selv, hans selvejerskab, og udlede alle andre rettigheder fra denne, mente han at påvise, hvordan på den ene side det anarkokapitalistiske samfund er retfærdigt, og at enhver stat per definition ikke er det, og på den anden at konflikter kan løses og rettigheder forsvares uden en stats rettighedskrænkende interventioner i samfundet.

Torben Mark Pedersen, Pedersen (2017), har dog for nyligt ment at have fundet en grundlæggende fejl i Rothbards system. Hvis retten til selvejerskab er absolut og ufortabe-

ligt, så følger det, at et individ ikke ”ufrivilligt kan fortabe selvejerskabet eller de deraf udledte rettigheder.” Derfor kan man hverken forsvare sig og sine mod kriminelle eller straffe disse, da dette ville være en krænkelse af deres rettigheder, med mindre de selv frivilligt gik med til at blive straffet, muligvis ved forinden at have afhændet deres rettigheder til en domstol. Og selvom vi kan medgive, at en mand har al mulig ret til at forsøge at skjule sin ejendom fra og beskytte den mod tyve, så kan det ikke følge, at han har ret til at sætte sig til voldeligt modværge mod en tyv, da tyvens ret til person og ejendom er ufortabelig. Med andre ord, en rothbardiansk retsorden vil være ude af stand til at beskytte sig mod voldelige overfald og tyveri uden at opgive kernen i denne orden, nemlig de absolutte, umistelige rettigheder.

Har Pedersen ret i denne kritik, er der en grundlæggende selvmodsigelse i Rothbards rettighedsforståelse? I det følgende vil jeg forsvare Rothbards position mod Pedersens kritik. Denne bygger i mine øjne på en misforståelse af, hvad Rothbard og andre mener med absolutte og umistelige rettigheder. Dernæst vil jeg forsøge at udrede, hvordan selvforsvar, straf og retfærdig krig kan forklares og etisk begrundes i det rothbardske system. Den moderne, rothbardske anarkisme bygger nemlig ikke på en forestilling om, at der ikke vil forekomme retskrænkelser og vold i et frit samfund, tværtimod. Det, den ønsker at påpege, er blot, at den statslige løsning på disse problemer selv er illegitim og uetisk, da staten bygger på en massiv retskrænkelse, og at der i det frie samfund vil være etisk acceptable muligheder for at imødegå retskrænkelser og vold.

Rothbards problem

For at besvare Pedersens kritik må det for det første påpeges, at Rothbard ingen steder skriver, at rettigheder er ufortabelige; dette er Pedersens fortolkning. Hvad Rothbard skriver er, at rettigheder er absolutte. Så spørgsmålet er, hvad mener Rothbard med dette? Det har åbenbart forekommet ham så indlysende, at han ingen steder har følt behov for at forklare nærmere, hvordan det skal fortolkes. Derfor kan man naturligvis ikke udelukke Pedersens fortolkning a priori, men vi er nødt til at spørge: er den plausibel? Harmonerer den med hvad vi ellers ved om Rothbards filosofiske overbevisning? Og er andre fortolkninger mulige, der ikke fører til selvmodsigelser – for hvis der er, selv hvis Pedersens er plausibel, er det et grundlæggende princip at tolke sin modpart på den mest gunstige måde.

Så hvad mener Rothbard med absolutte rettigheder? Her er det vigtigt at ihukomme, hvilke filosofiske traditioner, han bekender sig til. Her må især nævnes John Locke,¹ den

klassiske naturretstænkning og, mere generelt, den aristotelisk-thomistiske filosofi (Rothbard, 1998, s. 3-8).² Hvorledes opfattes rettigheder af disse tænkere? De er naturlige – stammer fra menneskets iboende natur – og gudgivne, da Vorherre har skabt denne natur.

Rettigheder er, med andre ord, ikke afhængige af statslige dekretter eller andre menneskelige institutioner, men ingen har, så vidt jeg ved, argumenteret for, at de er umistelige i den forstand som Pedersen forstår det. Når Rothbard siger, at menneskets ret til selvejerskab er absolut, er det derfor mere rimeligt at forstå det derhen, at selvejerskabet ikke er afhængigt af, relativt til og skal udledes fra en tidligere rettighed, men er den mest grundlæggende rettighed; og at det ikke er skænket individet af en udefrakommende institution såsom staten. Menneskets besiddelse af rettigheder er ikke relativt til ydre omstændigheder, men følger direkte af hans natur³ som menneske.

Ubi ius, ibi remedium

Rothbard er altså tydeligvis ikke af den opfattelse, at en absolut rettighed er umistelig. Så hvordan mister man sine rettigheder mod sin egen vilje? Ved at krænke andres ret – gør man dette, kan man ikke rationelt modsætte sig deres voldelige selvforsvar og efterfølgende straf.

For det første må det være en klar konsekvens af det retslige grundprincip *ubi ius, ibi remedium* – hvor der er en rettighed, må der være en mulighed for at bevare, forsvare og genvinde den. Hvis ikke aggressoren mister sine egne rettigheder i en vis udstrækning, vil det være umuligt for hans offer at bevare sin egen rettighed, men det er det samme som at sige, at offeret ingen ret har. Altså er det ikke en fejlslutning, som Pedersen (2017, 26) påstår, når Rothbard (1998, s. 77) siger, at retten til at forsvare sin ejendom følger af retten til ejendom. Og retten til at straffe krænkelser mod person og ejendom – til at hævne sig – følger også af de grundlæggende rettigheder til per-

¹ Ulig Pedersen mener jeg ikke, der er en nævneværdig forskel i rettighedstænkningen mellem Locke og Rothbard, da der ikke er nogen modsigelse mellem at begrunde moral og etik filosofisk og teologisk – det er to sider af samme sag. Den eneste forskel mellem dem her er, at Locke faktisk accepterer, at slaveri kan være legitimt, Locke

(1960, 325-6).

² For en moderne indføring i denne filosofiske strømning, se Feser (2014).

³ Eller essens, for nu at bruge dette 'anakronistiske', Espersen (2012), aristotelisk-thomistiske begreb.

son og ejendom, Kinsella (1999, 82).⁴

Hvis offeret har disse rettigheder, så må voldsmanden have mistet tilsvarende ret – hvordan kan dette være? Rothbard skænker ikke denne side af sagen mange ord, så derfor kan vi med fordel vende os fra Rothbard til rothbardianerne. Hoppe (1989, 27-44; 2006, 41-5) er berømt⁵ for at have søgt en værdifri begrundelse for den liberale etik i de nødvendige forudsætninger for enhver samtale om disse spørgsmål: man kan kort sagt i en argumentation ikke benægte sin egen eller modpartens ret til sig selv, da denne er en implicit forudsætning for al argumentation. Modsat kan man heller ikke benægte at have mistet sine egne rettigheder, hvis man krænker anden mands ret – for ved sin blotte handling har man vist, at man ikke regner disse rettigheder for eksisterende i den udstrækning, man har krænket dem. Kinsella (1999, 84) udtrykker det klart:

”But the reason why a victim has a right to retaliate or defend against an aggressor is that the aggressor cannot sensibly withhold his consent to retaliatory, defensive, or restitutive force (these may be considered different types of responsive force, that is, non-initiated force, force which is in response to initiated force). To use related legal terminology, the aggressor is “estopped,” or precluded, from denying the victim’s right to use (proportional) responsive force, since such a denial would contradict the aggressor’s view that the use of force is permissible (the view demonstrated by the act of aggression).”⁶

Dette forklarer også, hvorfor straf må være proportionel med forbrydelsen: kun i den udstrækning forbryderen har krænket andres ret, har han mistet sine egne rettigheder. Offeret har derfor ret til at kræve sin egen ejendom tilbage, eller, hvis dette ikke er muligt, hvis der f.eks. er tale om et voldeligt overfald, at få en passende, proportionel erstatning, samt at

straffe forbryderen i et passende – igen fordi proportionelt med forbrydelsen – omfang. At det i praksis kan være vanskeligt at anslå erstatning og straf har ingen betydning for teorien, det betyder blot, at vi er nødt til at bruge sund fornuft og dømmekraft, når vi behandler enkelte sager. Der er endda ingen problemer i, at acceptere skik og brug som i et vist omfang normgivende for udmålingen. Således kan mandebod i Danmark være så og så mange pund guld, hvor det i Arabien er så og så mange kameler. Begge steder er man dog nød til at acceptere,⁷ at offeret (her offerets arving) har ret til at henrette forbryderen.

De iure belli

Når nu retten til forsvar og straf synes klar, hvordan skal den så udøves? Er der grænser og regler for, hvordan man må forsvare sig og hævne sig? Dette er et spørgsmål om krigens love, for disse hører ikke udelukkende eller primært hjemme som en del af international ret, der regulerer mellemstatslig adfærd, men er først og fremmest et spørgsmål om mellem-menneskelige forhold.

Krig er derfor blot ophøret af fredelige relationer mellem individer og forsøget på med vold at sikre eller generhverve tabte rettigheder samt udøve sin retfærdige hævn på fjenden. Eller set fra forbryderens synspunkt: ”Force without Right, upon a Man’s Person, makes a State of War,” Locke (1960, 321) og det samme gælder for vold mod ejendom. Vi kan kalde det fejde, hvis vi ønsker et særligt ord for krig mellem individer, men der er ingen essentiel forskel. Det gælder i krig, at kun faktiske kriminelle er gyldige mål for vold, det er fuldstændig udelukket at udøve vold mod uskyldige tredjeparter og deres rettigheder (Rothbard, 2000, 119). Dette må følge logisk: hvis man udøver vold mod en uskyldig, krænker man hans ret. Derfor har han ret til at forsvare sig, og det ville derfor være retfærdigt at bruge vold på begge sider – begge sider ville have retten på deres

⁴ Jeg medgiver gerne Pedersen, at Rothbard udtrykker sig forkert, når han siger, at retten til at straffe følger af retten til selvforsvar – det er i mine øjne to forskellige rettigheder, der begge følger af menneskets grundlæggende, naturlige og absolutte ret til selvejerskab.

⁵ Og berygtet.

⁶ For mere om dette, se Kinsella (1996)

⁷ Denne accept betyder naturligvis ikke, at man skal billige det eller fejre henrettelsen – det står enhver frit for at kritisere denne straf og afbryde sociale og økonomiske forbindelser med henretteren. Det eneste, man ikke kan, er at benægte retten til at henrette en morder.

side, hvilket er en absurditet.⁸

Altså kan kun fjenden og hans håndlangere være målet for krigshandlinger, men det følger ikke, at hvad som helst er tilladt. For så vidt som vi taler om defensiv krig, så må man gøre hvad, man kan, og hvad der er nødvendigt, for at bevare sin ejendom, men selvom angriberen har sat sig udenfor lov og ret betyder det ikke, at man med det samme kan gribe til dødelige midler – der skal være en hvis proportion mellem den retskrænkelser, man forsøger og forhindre og så de midler, man bruger. For at bruge Rothbards (1998, s. 80) eksempel: det ville være ude af alle proportioner at skyde en gadedreng, der stjæler et stykke tyggegummi. Det betyder ikke, at man ikke må bruge dødelig vold hvis nødvendigt, selv hvis angriberen ikke søgte offerets død: En røver, der truer med en pistol for at få sit offer til at makke ret, kan ikke beklage sig,⁹ hvis offeret eller en mand, der kommer ham til hjælp, i stedet for tager livet af røveren. Offeret er med andre ord i et vist omfang forpligtet til at respektere angriberens ret, selvom denne for øjeblikket har sat sig selv udenfor samfundet og rationelt samkvem. Kun hvis angriberen fremturer, og det bliver nødvendigt at bruge mere end proportionel vold, kan dette retfærdiggøres, men i så fald er angriberen selv uden om det – han har nægtet at føje sig og holde inde med sin voldelige, retskrænkende adfærd, og eftersom han vedbliver med at opføre sig som et vildt og farligt dyr, kan han med god ret slås ned som et sådant, Locke (1960, 314).

Dette var specifikt om defensiv krig, altså selvforsvar mod en voldsmand. Hvad med offensiv krig, hvor målet er at genvinde tabt ejendom og ret og at hævne sig på fjenden? De grundlæggende regler er naturligvis de samme: uskyldige kan aldrig være legitime mål for voldshandlinger, og der må være en proportion mellem formålet med krigen og de voldshandlinger, man udfører. Det kan aldrig være et mål i sig selv at udrydde sine fjender (Vitoria, 1991, s. 326-7), formålet med krigen er alene at

tvinge dem til at tilbagegive den tabte ejendom, anerkende den krænkede ret, og undergive sig den retfærdige hævn. For at retfærdiggøre en offensiv krig er det også nødvendigt at have udtømt alle fredelige midler: kun hvis man har forsøgt sig ved fredelig overtalelse og retssager, og fjenden stadig nægter (eller hvis fjenden har korrumpet alle domstole og der ingen muligheder er for fredelige løsninger; Vitoria (1991, 302) kan den offensive krig indledes. Ligeledes er den retfærdige angriber nødt til at indstille krigshandlingerne, så snart fjenden viser sig villig til at forhandle og anerkende angriberens krav. Hvis ikke han gør det, hvis forbryderen anerkender sin skyld og tilbyder erstatning, men offeret nægter at parlamentere og fortsætter krigen mod forbryderen, skifter krigen nu karakter: den tidligere forbryder fører nu en retfærdig, defensiv krig, og det tidligere offer er nu en illegitim aggressor. Dette fører i parentes bemærket til den ønskværdige konsekvens, at det *ceteris paribus* er i både forbryders og offers interesse at søge en hurtig fred. Sådanne konsekvensbetragtninger kan aldrig være hovedsagen i et etisk argument, men det betyder ikke, at de er ligegyldige.

Om krigens midler

Med hvilke midler må individet forsvare sig og føre krig? Gælder alle kneb, eller er der midler, handlinger og våben, som ikke kan accepteres? Det gælder først og fremmest, at individet har ret til at eje og bære våben. Det følger af hans ret til ejendom og hans ret til selvforsvar og hævn. Dog er denne ret ikke ubegrænset, da der findes våben, som ikke kan bruges snævert til disse formål. Atomvåben og endda mange moderne bombefly og missiler har en sådan sprængkraft, at man ikke med rimelighed kan forvente at bruge dem mod en fjende uden også at ramme civile, Rothbard (2000, 119-20). Selv i tilfælde, hvor man kan forestille sig at atombomben kun rammer fjenden og hans håndlangere, vil det stadig ikke være legitimt at bruge den, da en sådan ødelæggelse – for at sige det mildt – hverken kan siges at være proportionelt med krigens mål eller nødvendigt for at opnå det.¹⁰

¹⁰ Her er en detalje, hvor jeg igen finder mig uenig med Rothbard – han synes at acceptere legitim-

⁸ Se for dette den tidlige naturretstænkner Francisco Vitoria (1991, 314-5). Jeg beklager endnu engang overfor Espersen og ligesindede for henvisninger til sådanne 'anakronistiske' tænkere.

⁹ Eller rettere, hans arvinger kan ikke

Derfor kan hverken atomvåben eller det meste moderne luftbårne artilleri retfærdiggøres, da de ikke kan bruges snævert mod den krigsførende part. Det betyder ikke at alt artilleri er illegitimt – f. eks. kan antiluftskyts, landminer¹¹ og mindre granater retfærdiggøres,¹² da de kan bruges selektivt, og når vi nu lever i en verden omgivet af aggressive militarister, der ikke har nogen skrupler over hvilke våben, de bruger, må midler, der er nødvendige for at modstå disse midler og ødelægge dem også accepteres – de vil kunne bruges selektivt mod disse aggressorer, også selvom de ikke vil kunne bruges selektivt i en fejde mellem individer.

Gør dette retten til at bære våben relativ? I en vis forstand ja. Hvis våben kun kan accepteres, hvis de kan bruges selektivt, så er retten til at bære våben afhængig af, hvordan potentielle fjender er udrustede. I et rent liberalt samfund, hvor folk ikke ville have investeret i krigsudrustning, ville det derfor kun være acceptabelt at eje våben, der kunne bruges mod personer: håndvåben, rifler, maskingeværer og lidt let artilleri for f. eks. at kunne stoppe køretøjer eller nedbryde mure. Hvis en person begyndte at investere i mere destruktive våben, kunne hans naboer og det øvrige samfund rimeligvis afvæbne ham, da sådanne våben kun kunne have aggressive formål. Og som sagt kan mere tungt

iteten af atomvåben i sådanne ekstreme situationer (ibid.). Vitoria (1991, s. 326-7) derimod, der sætter krigens formål i centrum af sine overvejelser, er af den mening at vold selv mod fjenden kun er acceptabel så længe den er nødvendig for at opnå krigens formål. Omvendt accepterer Vitoria, omend modstræbende, at det kan være acceptabelt at udplyndre civile, fordi de som fjendens undersåtter forsyner ham med midler til krigens førelse. Her forbedrer Rothbard omvendt på Vitoria, da han ikke accepterer, at fjendens civilbefolkning kan være krigsmål – de er blot ofre for fjendens aggression, ligesom den krigsførende part.

11 Dette betyder ikke, at man har ret til at minere sin jord uden at fortælle det til nogen.

12 Andre midler, som muligvis kan retfærdiggøres, er kemiske og biologiske våben: det er moralsk set ligegyldigt, hvordan et våben tager livet af et andet menneske, det eneste relevante er, om dets virkning kan begrænses til et legitimt mål. Så forgiftede bulgarske paraplyer og russisk novitjok er ikke nødvendigvis illegitime.

artilleri i vores verden accepteres, så længe det er klart, at det er målrettet mod militaristernes masseødelæggelsesvåben. Der kan være grænsetilfælde, som kan være svære at afgøre, men disse kan ikke have indflydelse på hovedprincippet.

Om staters krigsførelse

Krigens love som beskrevet ovenfor er primært et spørgsmål om brugen af vold mellem individer. Det betyder ikke, at de kun finder anvendelse i det rene anarki. Stater er også forpligtet til at overholde dem. At staten som sådan er illegitim betyder ikke, at den ikke kan føre retfærdig krig: det er i det mindste tænkeligt at både defensive og offensive krige kan føres af stater. De kan tilmed være forpligtet til det, eftersom de ved deres eksistens forhindrer folk i selv at beskytte deres rettigheder og ejendom. Og staters krigsførelse er om noget endnu mere begrænset – fordi den er mere suspect – end private: De er ikke bare underlagt samme principper om retfærdig krigsførelse, som gælder private, de bør også så vidt muligt begrænses i den, da selv en retfærdig krig mod en anden stat vil gå ud over uskyldige – begge staters undersåtter.¹³ Dette var præcist formålet med international ret og krigens love, som disse var før Første Verdenskrig og den moderne doktrin om kollektiv sikkerhed.¹⁴ Den liberales opgave må derfor være at forsøge at stoppe enhver krig, hans land er involveret i – selv hvis krigen tydeligvis er retfærdig. Den eneste undtagelse er en defensiv krig, indtil aggressoren er besejret eller opgiver sit forehavende, og selv i denne situation kan uetiske midler naturligvis ikke accepteres.

Der er åbenlyst i vore dage langt fra denne situation til virkeligheden: de krige, Danmark har været involveret i de sidste 25 år har været illegitime både med henblik på krigens mål – både i Serbien, Afghanistan, Irak, Libyen og Syrien har den danske stat stillet sig på aggressorernes side¹⁵ – og for så vidt som ueti-

13 For dette og følgende, se Rothbard (2000, 126ff.)

14 Haag Konventionerne fra 1899 og 1907 kan således ses som en af den klassiske liberalismes største – og sidste – sejre.

15 Er det nødvendigt at sige, at man ikke derudaf kan slutte, at undertegnede er tilhænger af hverken

ske midler er blevet brugt. Der kan ikke være tvivl om det sidste, da brugen af bomber kastet fra flere kilometers højde mod et tætbeboet område er så upræcis, at man ikke kan bruge den tvivlsomme undskyldning, at man skam forsøger at ramme fjenden, og at civile tab er beklagelige følgevirkninger.

Afsluttende bemærkninger

Hermed håber jeg at have påvist, hvordan Rothbards rettighedstænkning ikke er selvmodsigende, men derimod er et meget realistisk etisk system. Der er en tendens til at overdrive den moderne anarkismes revolutionære og nyskabende karakter. De liberale anarkister er blot arvtagerne til vestens årtusindlange tradition for naturretstænkning, og, vil jeg hævde, kun ved at læse Rothbard ind i denne tradition, kan man fortolke ham rigtigt og korrigere hans teori, hvor han må have skudt ved siden af. Endelig turde det være klart, at der intet utopisk er i den rothbardske naturret. Den tager menneskene, som de er, og forklarer hvilke rettigheder og pligter de har som følge af deres natur som rationelle, materielle væsner.¹⁶

Fordi naturretten er universel og gælder til alle tider, finder dens konklusioner anvendelse i alle samfundssystemer og ikke blot i en mulig fremtidig anarkistisk utopi. Og derfor er den den etiske basis for at kritisere staters og regerings handlinger og forbrydelser.

Litteratur

Espersen, Johan J. R. (2012): 'Rothbards naturret'. *LIBERTAS* nr. 51, 46-53.

Feser, Edward (2014): *Scholastic Metaphysics: A Contemporary Introduction*. Heusenstamm: Ed. Scholasticae.

Hoppe, Hans-Hermann (1989): *A Theory of Socialism and Capitalism: Economics, Politics, and Ethics*. Boston: Kluwer Academic Publishers.

Hoppe, Hans-Hermann (2006): 'On the Ultimate Justification of the Ethics of Private Property'. I *The Economics and Ethics of Private Property: Studies in Political Economy and Philosophy*,

den serbiske, irakiske, libyske eller syriske stat?

16 Endnu engang må jeg beklage denne 'anakronistiske' opfattelse, men anakronisme er ikke et gyldigt argument i filosofiske og etiske spørgsmål.

339-45. 2nd edition. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute.

Kinsella, N. Stephan (1996): 'Punishment and Proportionality: The Estoppel Approach'. *Journal of Libertarian Studies* 12:1, 51-73.

Kinsella, N. Stephan (1999): 'Inalienability and Punishment: A Reply to George Smith'. *Journal of Libertarian Studies* 14:1, 79-93.

Locke, John (1960): *Two Treatises of Government*. Redigeret af Peter Laslett, Cambridge: Cambridge University Press.

Pedersen, Torben Mark (2017): 'Anarkokapitalisme som et voldeligt anarki'. *LIBERTAS* nr. 64, 23-28.

Rothbard, Murray N. (2000): 'War, Peace, and the State' i *Egalitarianism as a revolt against nature, and other essays*. 2nd edition. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute.

Rothbard, Murray N. (1998): *The Ethics of Liberty*. 2nd edition. New York: New York University Press.

Vitoria, Francisco (1991): *Political Writings*. Redigeret af Anthony Pagden, Jeremy Lawrance. Cambridge: Cambridge University Press.

Replik. Kristoffer Moustén Hansen: "Om Rothbards Naturret"

Torben Mark Pedersen

S om forfatter glæder man sig, når nogen gider læse det, man skriver, og Kristoffer Moustén Hansen har tilmed gjort sig den ulejlighed at skrive en glimrende artikel, hvori han imødegår min kritik af Rothbards anarkokapitalisme. Han forholder sig tilmed loyalt til det, jeg skriver, hvilket ikke er en given ting. Tak for det.

Jeg er i modsætning til Hansen ikke nogen ekspert i anarkokapitalisme. Derfor valgte jeg at holde mig eksklusivt til Rothbard frem for at inddrage andre forfattere velvidende, at min kritik af Rothbard ikke nødvendigvis ville være gældende for andre forfatters forsvar for anarkokapitalismen. Til gengæld bestræbte jeg mig på at forholde mig så loyalt som menneskeligt muligt til Rothbards tekster.

Hansen (2018) råder bod på manglerne i min læsning af litteraturen ved at inddrage andre forfattere og kaster dermed nyt lys over, hvad Rothbard kan have ment. Det er meget velkomment, og jeg er bestemt blevet klogere af at læse Hansens artikel.

Jeg er også blevet opmærksom på, at jeg ikke er den første (det ville også være mærkeligt), der har været inde på den tanke, at ufortabelige rettigheder udelukker straf, selv om jeg ikke tidligere var bekendt med disse forfattere, men jeg har endnu heller ikke set nogen tage den logiske konsekvens, som jeg gør.¹

Jeg er dog ikke blevet overbevist om, at min kritik skulle være forkert, hverken af Hansens indvendinger eller af Kinsella (1999) eller

¹ George Smith argumenterer angiveligt kun for, at "inalienable" rettigheder udelukker dødsstraf, men ikke for at de udelukker enhver straf, hvilket Goodman (1997) bemærker må være den logiske konsekvens. Kinsella (1999) og Goodman (1997) er reaktioner på Smith' artikel i tidsskriftet *Liberty* fra 1996, som jeg ikke har haft adgang til.

Goodman (1997).

I anden del af artiklen behandler Hansen (2018) spørgsmålet om krig i libertariansk tænkning. En kompetent gennemgang, der næsten kunne være en artikel i sig selv. Jeg har ikke nogen kommentarer til den del.

Stridspunktet: Kan rettigheder fortabes?

Det afgørende punkt i min argumentation er, at selvejerskabet og dermed de deraf afledte rettigheder er ufortabelige. Det må efter min mening følge *med nødvendighed* af det filosofiske udgangspunkt, at alle individer ejer sig selv. For hvordan skulle man kunne fortabe ejerskabet til sig selv, uden at det er en følge af en social konvention?

Det nærmeste Rothbard kommer spørgsmålet om, hvorvidt rettigheder kan fortabes, er, hvor han skriver, at ingen frivilligt kan afhænde selvejerskabet til andre og gøre sig selv til slave, men hvis man ikke frivilligt kan afhænde selvejerskabet, hvordan skulle man så ufrivilligt kunne miste selvejerskabet, uden at det sker ved tvang?

Så vidt jeg forstår Hansen (2018), så fremfører han to argumenter for, at en aggressor kan fortabe sine rettigheder:

1. *For at offeret kan forsvare sine egne rettigheder*: Hansen argumenterer for, at man kan fortabe sine rettigheder: "Ved at krænke andres ret – gør man dette, kan man ikke rationelt modsætte sig deres voldelige selvforsvar og efterfølgende straf. For det første må det være en klar konsekvens af det retslige grundprincip *ubi ius, ibi remedium* – hvor der er en rettighed, må der være en mulighed for at bevare, forsvare og genvinde den. Hvis ikke aggressoren mister sine egne rettigheder i en vis udstrækning, vil det være umuligt for hans offer at bevare sin

egen rettighed, men det er det samme som at sige, at offeret ingen ret har.”

Uenig. For det første: Ved at henvise til et retsligt grundprincip, gøres det til en social konvention, og så har man forladt det Rothbardske udgangspunkt i selvejerskabet.

For det andet afhænger rettigheder af selvejerskabet og ikke af, om man de facto kan forsvare dem. Det er at blande to forskellige begreber om rettigheder sammen: rettigheder som en moralsk ret, der er udledt af selvejerskabet, og rettigheder som nogen, der de facto er beskyttet.

Det er et konsekventialistisk argument, at en aggressor må miste sine rettigheder, for ellers kan offeret ikke legitimt forsvare sig (og har derfor de facto ikke rettigheder). Men konsekventialistiske argumenter har ingen plads i en rettighedsdiskussion.

Det er ydermere et argument, der baserer sig på en manglende skelnen mellem “bør” og “er”. De rettigheder, der følger af selvejerskabet er “moralske” rettigheder, der “bør” respekteres, fordi individer ejer sig selv, og som alle individer må have. Disse rettigheder afhænger hverken af, om de rent faktisk håndhæves juridisk (hvad de selvklart ikke gør i store dele af verden), om de er universelt accepterede (hvad de selvklart heller ikke er), eller om de kan forsvares i praksis (hvad de mange gange ikke kan).

Man ophører ikke med at have rettigheder i Rothbardsk forstand, fordi de krænkes, eller fordi man ikke kan forsvare dem. Hvis det var tilfældet, ville vi ikke have andre rettigheder end dem, der de facto kan forsvares succesfuldt med magt, men så er vi langt væk fra Rothbards ide om frihed som ejendomsret.

2. *Fortabelse ved ikke-ankendelse af rettigheder*: Med henvisning til Hoppes skriver Hansen: “Modsat kan man heller ikke benægte at have mistet sine egne rettigheder, hvis man krænker anden mands ret – for ved sin blotte handling har man vist, at man ikke regner disse rettigheder for eksisterende i den udstrækning, man har krænket dem.”

I forlængelse heraf citerer Hansen et langt afsnit fra Kinsella (1999), der ligeledes baserer sig på, at aggressoren kun har rettigheder, såfremt han anerkender andres rettigheder.

Det strider imidlertid mod hele ideen i, at rettigheder er udledt af selvejerskabet.

Selv hvis Hoppes’ argument holder på sine egne præmisser (hvad der vist ikke er mange, der mener?), så har de intet med rettigheder udledt af selvejerskabet at gøre. Rettigheder hos Rothbard afhænger *alene* af selvejerskabet, ikke af om man accepterer andres rettigheder, eller om andre accepterer ens rettigheder. Man fortaber ikke sine egne rettigheder, blot fordi man ikke anerkender andres.

Rothbardske rettigheder er universelle, netop fordi de er knyttet til det enkelte menneskes selvejerskab, og selvejerskabet ophæves ikke af, at ideen om universelle rettigheder ikke er universelt accepteret. De muslimske lande, der er medlem af OIC, anerkender ikke universelle menneskerettigheder men kun shariarettigheder (Cairo Erklæringen om menneskelige rettigheder i islam), men det betyder ikke, at de ikke ifølge Rothbard må betragtes som mennesker, der ejer sig selv og har de rettigheder, der følger af selvejerskabet – uanset hvor meget kvinder og homoseksuelles rettigheder krænkkes i islamiske lande.

Rothbardske rettigheder afhænger ikke af, om de accepteres eller ej, og de kan selvfølgelig heller ikke fortabes, fordi man ikke accepterer andres rettigheder.

Selvforvar og straf kan kun basere sig på sociale konventioner

Jeg er enig med Hansen i hans første indvending. Der er gode grunde til at mene, at man fortaber sine rettigheder i den udstrækning, man krænker andres rettigheder, at et offer har ret til at forsvare sig med vold, og at samfundet har ret til at straffe forbrydere. Det er en fornuftig social konvention, som vores samfund i dag baserer sig på.

Det er imidlertid en opfattelse, der strider mod, at individer har rettigheder *alene* som følge af selvejerskabet, og jeg er ikke blevet overbevist af argumentationen hos Hansen, Kinsella, Hoppes eller Goodman om, at individer kan fortabe deres rettigheder.

Det forekommer mig stadig at være i strid med selvejerskabstanken.

Litteratur

Goodman, John C. (1997): "Do Inalienable Rights Outlaw Punishment?" *Liberty* 10, 47-49.

Hansen, Kristoffer Moustén (2018): "Om Rothbards Naturret" *LIBERTAS* nr. 66, 48-53.

Kinsella, N. Stephan (1999): "Inalienability and Punishment: A Reply to George Smith" *Journal of Libertarian Studies* 14, 79-93.

Pedersen, Torben Mark (2017): "Anarkokapitalisme som et voldeligt anarki" *LIBERTAS* nr. 64, 23-28.

Duplik. Om Naturret

Kristoffer Mousten Hansen

I sin replik fremfører Pedersen en række argumenter mod mit forsvar for den rothbardske position under to overordnede temaer:

1. Forsvar for rettigheder nødvendiggør, at aggressoren mister sine rettigheder.

Dette bestrider Pedersen fordi det a) er en social konvention, hvilket er udenfor rettighedstænkningen; b) det er en sammenblanding af moralsk ret og de facto mulighed for at beskytte den ret; og c) argumentet er basalt set en sammenblanding af "er" og "bør" - af at have en moralsk ret og så have muligheden for at forsvare den ret.

Ad a: Er retten til forsvar en social konvention?

Er retslige grundprincipper blot vedtagelser, enten gennem mange års sæd og skik eller lovgivning? Mit svar er nej. Det jeg og andre rettighedstænkere hævder er, at visse grundprincipper må følge af menneskets moralske natur som (selvejende) person. Gælder dette også om retten til selvforsvar? Ja, det gør det. At have en ret til sig selv eller til et fysisk gode betyder ikke, at man lige for tiden er i besiddelse af det og benytter det. Det er ikke blot et empirisk men et *moralsk* faktum: man har *retten* til x, y og z hvilket kun er relevant i mellemmenneskelige konflikter. Rådyret, der æder blomster på en sommerhusgrund, og løven, der vender sig på savannen og flænser storvildtjægeren, krænker ingen rettigheder. Kun mennesker, der selv er i besiddelse af rettigheder, er i stand til at krænke andres rettigheder. Når en konflikt opstår, må offeret have en moralsk ret til at forsvare sig, ellers giver det ingen mening at sige, han har en rettighed - hvordan kan det give mening, hvis den ret kan fratages ham uden konsekvenser? Dette er i mine øjne

ikke en social konvention men en nødvendig følge af eksistensen af rettigheder. Derfor må selve eksistensen af rettigheder som andet end en social konvention bestrides, hvilket muligvis er Pedersens pointe, men selve retten til at forsvare sig, sine og sit må følge, hvis man accepterer udgangspunktet.

Ad b: Sammenblander vi moralsk ret og de facto mulighed?

Det er klart, at der foregår et hav af rettighedskrænkelser hver eneste dag. Mange af disse er endda officielt sanktionerede af myndighederne, og der er derfor ingen reel mulighed for at modsætte sig dem. Dette har dog ingen indflydelse på argumentet: rettigheder afhænger ikke af, om man har evnen til at forsvare dem - hvis det gjorde, mistede man dem hver gang man faldt i søvn. Det følger af eksistensen af rettigheder, at man har *retten* til at forsvare dem - ikke at man har *muligheden*. Det er ikke et spørgsmål om at *kunne* forsvare sig, men om det er *moralsk* at gøre det.

Ad c: Manglende skelnen mellem "er" og "bør"?

Dette er ikke stedet at fremføre en kritik af Humes påstande om moralfilosofi. Jeg er nok i et mindretal, men jeg finder hans indsigt på dette område en smule overdrevet. Når det er sagt, begår jeg og Rothbard så den fejl ikke at skelne klart mellem normative og deskriptive propositioner? Hvis noget i min artikel har forekommet sådan, kan jeg kun beklage det - hele argumentet var ment i normative termer.¹ Man har *retten* til selvejerskab, *retten* til fast ejendom og *retten* til selvforsvar. Det er naturligvis sandt, at alle disse rettigheder i mere eller mindre grad kan argumenteres deskriptivt, da jeg mener, det er et faktum, at mennesker er moralske væsner med rettigheder og pligter - men dette vil jeg for nuværende afholde mig fra.

mindre grad krænktes over hele verden, men dette spiller ingen rolle for spørgsmålet om, hvorvidt de *bør* krænktes eller respekteres. Jeg mener ikke, det er logisk umuligt at slutte fra menneskets natur til eksistensen af moralske pligter, herunder pligten til at respektere folks rettigheder, men det ligger udenfor rammerne af den nuværende diskussion. Her har jeg som sagt forsøgt at udlægge rettighedstænkningen som en normativ disciplin.

2. Fortabelse ved manglende anerkendelse af andres rettigheder.

Her tror jeg, der er opstået en misforståelse, muligvis på grund af sjusket argumentation fra min side. Det er ikke Hoppes eller min position, at man mister sine rettigheder, hvis man ikke anerkender andres. Hvis dette var tilfældet, ville anarkokapitalister mene sig i deres gode ret til at røve og stjæle fra alle andre. Det er et faktum, at mange mennesker ikke anerkender grundlæggende rettigheder til liv og ejendom. Hoppes argument er, at denne position ikke kan opretholdes i et rationelt argument uden at forfalde til selvmodsigelser, fordi disse rettigheder er forudsætninger for muligheden af overhovedet af argumentere om noget. At folk nægter at acceptere denne konklusion betyder ikke, at den er forkert, lige så lidt som min hårdnakkede påstand om, at $2 + 2 = 5$ ville føre til det resultat, at $2 + 2 = 4$ ville blive usandt.

Til dette argument føjede jeg så Kinsellas ide, at for så vidt som man konkret overtræder anden mands ret – ikke hvis man bare nægter rent verbalt at anerkende den – kan man ikke rationelt argumentere for, at man selv har en tilsvarende ret. Det er med andre ord et argument på samme ”niveau” som Rothbards, og det fører til de samme rettigheder, som han forfægter.

Disse bemærkninger har forhåbentligt kastet lidt lys over mit oprindelige argument. Jeg glæder mig over, at jeg og Pedersen er enige om, folk har ret til at forsvare sig mod voldelige overgreb. Dog er jeg lidt forsigtig med at sige, at *samfundet* har en ret til at straffe, da det fører til spørgsmålet om, hvilket agentur konkret skal udføre straffen? Hvis vi med *samfundet* mener alle de forskellige individer, der udgør

samfundet, er der ingen problemer, men hvis vi med *samfundets* ret til straf mener, at staten har denne ret, må jeg erklære mig uenig. Dette ville kræve en samfundskontrakt, hvori de enkelte rettighedshavere overførte deres ret til staten, og en sådan er mig bekendt ikke blevet indgået. Vi er, med andre ord, stadig i naturtilstanden.

Václav Havel og de magtesløses magt

Filip Steffensen

Václav Havel (1936-2011) var en tjekkoslovakisk forfatter, dramatiker og politiker, der var en af grundlæggerne af Charta 77, der kæmpede for demokrati og ytringsfrihed under det kommunistiske styre i Tjekkoslaviet. Efter fløjlsrevolutionen i 1989, der indvarslede kommunismens fald, var Havel leder af det politiske parti, Borgerforum. Václav Havel blev Tjekkoslavakiets første præsident i 1989, og han forhandlede den fredelige deling i Tjekkiet og Slovakiet, hvorefter han blev Den Tjekkiske Republiks første præsident. En post han besad indtil 2003.

Václav Havel var en usædvanlig statsmand, der foretog en lang rejse fra dissidenternes skjulte virke til præsident af Tjekkoslaviet og senere Tjekkiet. Han var en subversiv karakter, der modsatte sig det totalitære regime.

Havel var frem til sin død d. 18 december 2011 en afholdt mand, der udøvede stor indflydelse på særligt Tjekkiet, men også den generelle europæiske udvikling, herunder med sin betydningsfulde rolle i forhandlingerne om østudvidelsen i EU.¹

Indflydelsesrig karakter

Det er evident, Václav Havels åndelige indflydelse ingenlunde kan negligeres, og at den åndelige indflydelse sandsynligvis har medvirket til at skabe et gunstigt miljø for flere aspirerende systemkritikere. Således var han en aktiv forfatter, og skrev i løbet af sin karriere en række inspirerende artikler og essays, hvori han giver en koncis udredning af det moralske grundlag for modstanden mod det, han meget rammende benævner "post-totalitære samfund."

Litterær dissident og ikke-konformist

Havel trivedes i dissidentens rolle og besad en iboende og ufravigelig aversion mod

den kommunistiske ideologi og alt, hvad den repræsenterer. Et kuriosum ved Havel er, at han selv voksede op i overklassen, men i sin barndom havde han store vanskeligheder ved at forsones sit borgerlige ophav med de jævnaldrendes opvækst i trange kår, oftest i et miljø med kommunistiske tilbøjeligheder. Således befandt han sig i en situation, hvor han konstant måtte re-kontekstualisere mellem den i offentligheden forventede adfærd kontra den hjemlige sfære. Selvom det kan lyde en anelse kontraintuitivt, betød opvæksten for Havel, at han afskyede al konformitet; det være sig den borgerlige, såvel som den konformitet og ensretning, som kommunismen uvægerligt medfører. I samtalebogen "Fjernforhør" siger Havel om sin opvækst:

"Den (borgerlige oprindelse, FS) vækkede noget i stil med en social følelse i mig, altså en modvilje mod ufortjente privilegier (...), mod enhver fornedrelse af den menneskelige værdighed," Havel (1990, 17).

Selvom det unægtelig ville være en tilsnigelse at rubricere Havels realpolitiske embede i en klassisk liberalistisk tradition, så rummer hans litterære arbejde i tiden som dissident eviggyldig visdom, som kan være instruktiv at påkalde sig i nutidens politiske scene.

Som det fremgår af citatet ovenfor, modsætter Havel sig enhver fornedrelse af den menne-

¹ Se fx Havel (2008) eller Ellemann-Jensen (2011).

skelige værdighed.

Selvom man ikke kan tale om et sammenhængende, filosofisk forfatterskab hos Havel, indskriver han sig således fragmentarisk i en Kantiansk tradition, der ser det enkelte individ som et mål i sig selv. Konkret udmunder dette i, at der hos Havel gives et moralsk imperativ i hin enkelte, altså en fastholdelse af ethvert menneskes integritet og værdighed. For Havel er denne maksime en absolut negation af den konformitet og medløberadfærd, som kommunismen beforder. Det får Havel til at afvise ideologiske konstruktioner, da han er af den opfattelse, at mennesket er eksponeret og modtagelig over for manipulation og indoktrinering som følge af ideologiernes subliminale påvirkning. Deraf følger, at ideologierne tilbyder menneskene en tilværelse blottet for refleksion; et eksistentielt eksil, hvor begreber som ansvar er odiose og outrerede. Det er præcis det, der omtales i *"The Power of the Powerless,"* hvor Havels ikoniske grønthandler eksemplificerer, hvorledes kommunismens parasitære indflydelse gradvist nedbryder individet til en umyndiggjort skabning uden nogen selvstændig eller iboende værdi:

"Ideology is a specious way of relating to the world. It offers human beings the illusion of an identity, of dignity, and of morality while making it easier for them to part with them (...) it enables people to deceive their conscience and conceal their true position and their inglorious modus vivendi, both from the world and from themselves." Havel (1978, III).

Den havelske grønthandler

Førnævnte grønthandler er kendt af de fleste, der har stiftet bekendtskab med Anders Fogh Rasmussens *Fra socialstat til minimalstat*. For uvedkommende, skal det kort bemærkes, at Havel i sit essay *"The Power of the Powerless"* illustrerer en situation, hvor en tilfældig grønthandler dagligt sætter et skilt i forruden af sin butik, hvor der står *"Workers of the world, unite!"* Havel (1978, III). Denne opfordring er åbenlyst ikke udtryk for grønthandlerens eget politiske standpunkt, men derimod en befaling fra højere partifunktionærer i Tjekkoslovakiet. Endskønt det ikke er udtryk for grønthandlerens egen observans, sætter den lydige

grønthandler dagligt skiltet i sin butik. Umiddelbart kan det virke fornuftigt, at grønthandleren handler således, da han sandsynligvis kan forvente repressalier, dersom han ikke adlyder. Men der ligger dog en dybereliggende indsigt gemt bag denne umiddelbart rationelle adfærd. Havel opsummerer:

"Obviously the greengrocer is indifferent to the semantic content of the slogan on exhibit: he does not put the slogan in his window from any personal desire to acquaint the public with the ideal it expresses," Havel (1978, III).

Havel konkluderer efterfølgende, at situationen svarer til, at grønthandleren sætter et skilt i sit vindue, som proklamerer, at vedkommende er et bange og uværdigt individ, og derfor adlyder højerestående partifunktionærer blindt, uden dybere refleksion over, at hans integritet er på spil. Selvom den kan lyde relativt harmløs, er opfordringen om foreningen af proletarerne ifølge Havel ligeså markant en eksponering af grønthandlerens manglende integritet, fordi opfordringen om foreningen er det samme budskab, omend mere spiseligt:

"The greengrocer would be embarrassed and ashamed to put such an unequivocal statement of his own degradation in the shop window, and quite naturally so, for he is a human being and thus has a sense of his own dignity. To overcome his complication, his expression of loyalty must take the form of a sign which, at least on its textual surface, indicates a level of disinterested conviction." Havel (1978, III).

Herved er vi fremme ved det, som Anders Fogh Rasmussen meget præcist kaldte for "slavesindet" eller "trællementaliteten". Det centrale heri er, at trællen bortkaster sin personlige integritet for selvopholdelsens skyld. For trællen – grønthandleren – er det den materielle og fysiske sikkerhed, der vægter over selvstændigheden, integriteten og værdigheden. Trællen afviser således at indtage dissidentens rolle, fordi han frygter for sin sikkerhed – det være sig den fysiske såvel som den pekuniære.

Denne levevis kalder Havel "at leve i løgnen," altså en adfærd, hvor man som grønthandleren aktivt deltager i en subtil propaganda; en pseudo-realitet, der ifølge Havel konstituerer hele det posttotalitære system:

”Individuals need not believe all these mystifications, but they must behave as though they did, or they must at least tolerate them in silence, or get along well with those who work with them. For this reason, however, they must live within a lie. They need not accept the lie. It is enough for them to have accepted their life with it and in it. For by this very fact, individuals confirm the system, fulfill the system, make the system, are the system,” Havel (1978, IV).

At leve i sandheden

Når trællementaliteten obstruerer for individets iboende værdier, må individet bestræbe sig på at efterleve det iboende imperativ. I modsætning til trællen opstiller Havel således en idealtipe, der lever i sandheden. Man kan forestille sig, at grønthandleren en dag affærdiger den overordnede befaling om at advokere for den kommunistiske ideologi. Ligeledes kan han i andre henseender beslutte sig for at nægte efterlevelsen af en dekretteret adfærd. Således påbegynder grønthandleren en livsstil, hvor han aktivt modarbejder systemet. Dette kalder Havel ”at leve i sandheden.” Det var nøjagtigt, hvad Havel selv gjorde, hvilket i sidste ende kostede ham en årrække i fængsel. Nogen vil måske indvende, om friheden virkelig betyder så meget, at man vil risikere fængsel for at afvige fra det konforme adfærdsregime. For Havel er værdighed, integritet og selvstændighed imidlertid ufravigelige værdier; mægtiggørende facetter, der ikke kan erstattes med provisorisk tilfredsstillelse af materielle behov. Hos Havel er det derfor fuldstændig rudimentært, at essensen er, at vi som mennesker fødes med en iboende værdi og integritet, der er langt mere værd end det uniforme og den undertrykkelse, som totalitarismen fremmer.

Sammenfatning

Václav Havel var en usædvanlig statsmand, der besad en stor intellektuel kapacitet. Havel forstod at skrive i et levende sprog, der kunne påvirke omverdenen; vække følelser, som hans medborgere, ikke vidste, de nærede. Han var med sin nærmest selvudslettende og ydmyge karakter en person, der ingenlunde var prædestineret til et offentligt embede, men som alligevel endte i magtens centrum over en år-

række. Václav Havels litterære indflydelse vil vare for evigt, og særligt kan vi lære en vigtig lektion af den trællementalitet, der adresseres i essayet. Også i et veludviklet, demokratisk samfund som det danske, ses i nutiden utallige eksempler på, hvordan slavementaliteten gennemsyrrer samfundet. Det kræver kun svag forestillingsevne at komme på et par eksempler – jeg vil derfor overlade dette til læseren.

Litteratur

Ellemann-Jensen, Uffe (2011): *Václav Havel 1936-2011*. Berlingske. <https://uffeellemann.blogs.berlingske.dk/2011/12/18/vaclav-havel-1936-2011/>

Havel, Václav (1990): *Fjernforhør*. Gyldendal.

Havel, Václav (2008): *Ganske kort*. Gyldendal.

Havel, Václav (1978): *The Power of the Powerless*. <https://medium.com/@bruces/the-power-of-the-powerless-by-vaclav-havel-84b2b8d3a84a>

Libertas arrangementer 2018

Hvad koster indvandringen?

Medlemsmøde med Thomas Gress, der har været med til at beregne udgifterne til indvandringen i Finansministeriet

Tid: **Mandag d. 15. januar kl. 17-19**

Sted: CEPOS

Tilmelding: <http://bit.ly/2yIbdyk>

Sted: CEPOS

Adam Smith middag

Tid: Lørdag d. 9. juni kl. 18.30

Sted: Restaurant Els

Festtaler: Otto Brøns-Petersen

Anarkisme og den østrigske skole

LIBERTAS konference: Skribenter fra LIBERTAS nr. 64 og 65 om anarkisme hhv. om den østrigske skole holder oplæg på baggrund af deres artikler

Tid: **Lørdag d. 10. februar kl. 14**

Sted: CEPOS

Tilmelding: <http://bit.ly/2iFX2jB>

Public Choice

Tid: TBA

Sted: CEPOS

Penge

LIBERTAS konference: Skribenter fra LIBERTAS nr. 68 om Penge holder oplæg på baggrund af deres artikler

Tid: **Lørdag d. 10. november kl. 13**

Sted: CEPOS

De Store Kriser

Adam Smith prisuddeling

LIBERTAS konference: Skribenter fra LIBERTAS nr. 66 om De Store Kriser holder oplæg på baggrund af deres artikler

Tid: **Lørdag d. 9. juni kl. 16**

Julefrokost

Tid: **Fredag d. 21. december kl. 19**

Sted: Annonceres senere

Vil du skrive i LIBERTAS?

Har du lyst til at bidrage til et af de kommende numre af LIBERTAS, så send en e-mail til redaktøren på: torbenmarkp@hotmail.com

LIBERTAS bringer såvel artikler inden for som uden for tema, debatindlæg samt anmeldelser af bøger og film m.m., men redaktionen påtager sig intet ansvar for materiale tilsendt uopfordret. Nedenfor er angivet de kommende temanumre af LIBERTAS.

Skrivevejledning

- Alle indlæg skal være skrevet i Word
- Kort resume på maks 100 ord
- Kort forfatterbiografi på maks 20 ord
- Artikler må meget gerne indeholde illustrationer, grafer og tabeller, der vedlægges separat som JPG-filer og i sort-hvid
- Noter som fodnoter, ikke slutnoter
- Der anføres kilder for alle direkte refererede eller citerede kilder
- Litteraturhenvisninger i teksten anføres med forfatternavn og årstal og evt. sidetal i parentes, eksempelvis: Friedman (1992, 56).
- Litteraturliste sidst i artiklen. Citeret litteratur anføres alfabetisk efter efternavn og dernæst årstal, jf.

Friedman, Milton (1990): "Bimetallism revisited," *Journal of Economic Perspectives*, 4, 85-104.

Friedman, Milton (1992): *Money Mischief. Episodes in Monetary History*. New York.

Kommende numre af LIBERTAS

LIBERTAS nr. 67. Juni 2018: **Public Choice**.

LIBERTAS nr. 68. Oktober 2018: **Penge**. Deadline: 8.10.2018

LIBERTAS nr. 69. Februar 2019: **Borgerlige regeringer**. Deadline: 28.1.2019

LIBERTAS nr. 70. Juni 2019: **Liberalisme og den franske revolution**. Deadline: 6.5.2019

LIBERTAS nr. 71. Oktober 2019: **Den amerikanske forfatning og Bill of Rights**. Deadline: 1.10.2019

DEN SYNLIGE HÅND

Kapitalismens vækst og kriser

Torben Mark Pedersen

Fra 1896 til 2016 er real BNP per capita vokset med 9,4 gange i Danmark og med 9,9 gange i USA. Det er historisk enestående.

I størstedelen af menneskehedens historie har mennesker levet i elendig fattigdom med ingen eller umærkeligt små velstandsstigninger fra århundred til århundred. I den henseende er de seneste 200 år, hvor vi har haft en kapitalistisk markedsøkonomi, historisk enestående.

Hvis kapitalismens kriser var hyppige, dybe og langvarige, kunne fordelene ved vedvarende økonomisk vækst synes mindre sammenlignet med de sociale omkostninger, der er forbundet med kriseperioder med høj ledighed. Men sådan er det ikke.

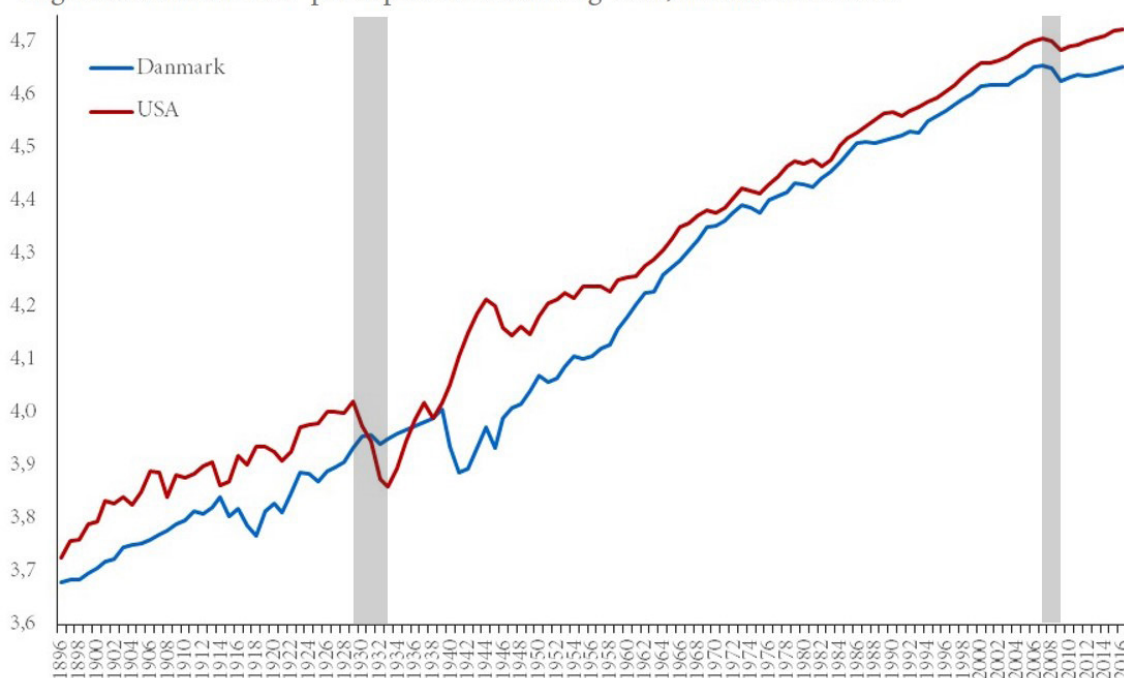
Konjunktursvingninger er en del af markedsøkonomier, men store kriser som depressionen i 30'erne og finanskrisen i 2007-9 er primært resultatet af politikfejl.

Det er ikke "kapitalismens kriser" men kriser forårsaget af økonomisk politisk mismanagement i stor stil.

I USA var depressionen i 30'erne den største krise i de seneste 150 år med et fald i real BNP på 33 pct., og sammenlignet med USA slap Danmark nådigt gennem krisen i 30'erne.

For Danmarks vedkommende var det derimod kriserne under første og anden verdenskrig, der har været de store kriser - og de var om noget politisk forårsagede kriser.

Logaritmen af real BNP per capita i Danmark og USA, årsdata 1896-2016



Kilde: USA: Madison. Danmark: Madison (1896-1950), Penn World Tables (1950-65) og Danmarks Statistik (1966-2016)