

En artikel fra **KRITISK DEBAT**

## Finansverdenens fremmedgørelse.

Skrevet af: **Hans Aage** | Offentliggjort: 16. februar 2019

---

Pelle Dragsted og Enhedslisten fortjener dybtfølt tak for deres saglige og seriøse kulegravninger, hvormed de har sået hårdt tiltrængt mistillid til de analyser, som ligger til grund for den økonomiske politik. I foråret kom rapporten om Finansministeriets *Politiske Regnemaskine*, et meget stort arbejde, og modparten er respektindgydende, hele Finansministeriets stab af veluddannede, velbetalte, (lidt vel) loyale og - glem ikke det - velmenende økonomer, som selv tror på meget af det. Nu gælder det den finansielle sektor med Enhedslistens forslag om *En finanssektor, som tjener*

*flertallet*,<sup>1</sup> hvor modpartens ressourcer er ubegrænsede, en hær af højt betalte og højt kvalificerede eksperter. "Unge mand, det er stærke kræfter - så stærke, at det overgår enhver forstand"<sup>2</sup>

I de følgende kommentarer når jeg frem til samme konklusioner som Pelle Dragsted og Poya Påksad (D&P), idet jeg skriver lidt om min opfattelse af finansverdenen og om baggrunden (*derivater, sekuritiseringer, gearing (leverage)*, som (D&P) nævner - hvad er det for noget?) i et forsøg på at afmystificere finansverdenen.

### Fremmedgørelse

Det sidste skal man nu ikke vente sig for meget af, for jeg vedgår, at for mig er finansverdenen et mysterium. For alle os, som mystificeres af finansverdenen, er det en slags trøst, at det gælder for alle uden undtagelse. Der er nogle, som forstår lidt mere end andre, men der er ingen, absolut ingen, som kan gennemskue eller har overblik over, hvad der foregår. Det er i hvert fald min påstand, og den er ikke svær at begrunde; man kan jo bare huske på, at finanskrisen i 2008 kom som en kæmpe overraskelse for den samlede sagkundskab. Så sent som i maj 2008 udtalte Finansrådet, at

"Finansrådet er i øvrigt enig i beskrivelsen af den finansielle krise. Den danske finansielle sektor er relativt upåvirket".<sup>3</sup>

Det er ret klart, at "the system had become too complex for anyone to understand".<sup>4</sup> Og lige siden har samme sagkundskab advaret mod snarligt stigende inflation og stigende renter, som man gjorde klogt i at indrette sin pensionsopsparing og boligfinansiering efter, alt imens inflationen fortsat har været lav og renten fortsat faldende, så at den nu er negativ, hvad ingen troede muligt (herom lidt mere senere, hvor der også kommer yderligere illustrerende eksempler på manglende forståelse af og i finansverdenen i forbindelse med omtalen af de amerikanske subprimelån og kapitalfonden LTCM).

Når noget er helt igennem menneskeskabt, men komplet uforståeligt for alle mennesker, så har vi, hvad Marx benævner fremmedgørelse:

Vort eget produkt er en ting, der behersker os, der unddrager sig vor kontrol, der krydser

vore forhåbninger og gør vore beregninger til skamme<sup>5</sup>. Penge er den fremmedgjorte essens af menneskets arbejde og eksistens; denne essens dominerer ham, og han tilbeder den.<sup>6</sup>

Pengevæsenet var et af Marx' skoleeksempler,<sup>7</sup> idet han jo var udmærket klar over, at pengevæsenet er en epokegørende social institution, som har befordret markedsudvekslingen af varer og den økonomiske udvikling. Det samme kan siges om finansverdenen i det hele taget.

## Samfundsgavnlig risikoreduktion

Og dette er den ene af to ting, som det er nyttigt hele tiden at holde sig for øje, nemlig dette, at finansverdenen er produktiv; den har en gavnlig funktion, og denne funktion er, at den reducerer og spreder risiko. Det er finansverdenens uundværlige bidrag til samfundsøkonomien, hvor mærkeligt det end kan lyde med spekulationsbobler og finanskrise i frisk erindring. Som Lenin så rigtigt sagde i 1917: "Uden store banker ville socialismen være umulig".<sup>8</sup> Dette har også gyldighed for kapitalismen.

Aktieselskabsformen og aktiemarkedet reducerer risikoen, fordi aktieejere kan sprede deres formue på mange selskaber og kun hæfter med begrænset ansvar, dvs. med den indskudte kapital og ikke med hele deres formue, og det har været til umådelig gavn for den kapitalistiske vækst. Den gyldne regel for porteføljesammensætning er jo, at man skal begrænse sin risiko og ikke komme alle sine æg i samme kurv. Det første danske aktieselskab oprettedes i 1616, hvor *Det asiatiske Kompagni* meddeltes en kongelig oktroj med fastsættelse af retsregler. Det begrænsede ansvar indførtes med en fornyet oktroj i 1732, mens dette først skete i 1856 i England.

I realkreditsystemet hæfter et antal låntagere i fællesskab, idet de enkelte pantebreve slås sammen i en pulje, som er grundlag for en obligationsserie. Derved mindskes långivernes (obligationsejernes) risiko, kursen bliver højere og renten lavere.

Banker forvandler kortsigtede bankindskud til mere langsigtede udlån og formidler derved aftaler mellem dem, som sparer op, og dem, som låner penge bl.a. til finansiering af virksomhedsdrift og investeringer. Men kombinationen af likvide passiver (anfordringsindskud) og illikvide aktiver (langsigtede udlån) gør bankerne sårbare, for hvis alle indskydere forlanger deres penge på én gang, kan de ikke betale. Sårbarheden forstærkes af, at bankerne øger pengemængden (likviditeten) til gavn for samfundet; for når en bank yder et lån, vil meget af lånet straks blive indsat på en konto i banken, og så kan banken låne pengene ud én gang til, dog ikke i det uendelige, dels fordi kun en del af udlånet sættes ind i banken, dels fordi banken beholder en del af indlånet som reserve.

Et berømt eksempel på, at "udlån skaber indlån", indtraf under krisen i slutningen af 1857, hvor staten så sig nødsaget til at yde lån for at afbøde krisen for provinsens spare- og diskontokasser, for erhvervslivet og for betrængte ejere af fast ejendom. Staten havde netop modtaget 300.000 pund sterling ved Øresundstoldens afløsning, men Nationalbanken var ikke i stand til at veksle så stort et beløb med så kort varsel. I stedet afgav C.F. Tietgen, direktør for den nyåbnede *Privatbanken*, om aftenen den 21. december følgende tilbud: "I morgen 1 mill. daler, i overmorgen ½ mill. og resten

efter helligdagene". Tietgen regnede med, at staten straks ville udlåne de modtagne beløb til publikum, som nødig ville ligge med så mange kontanter i helligdagene, men sætte en del i *Privatbanken*, byens eneste private bank. Det slog til, og dermed kom en af de første private banker herhjemme fra start med stor succes. Den første var *Fyens Diskonto Kasse* fra 1846.<sup>9</sup>

## Værdien af et værdipapir

Det andet, som det er nyttigt holde sig for øje, er, at det hele handler om værdipapirer, dvs. fordringer, som giver ejeren ret til nogle fremtidige udbetalinger, fx aktier, gældsbreve, pantebreve, obligationer, pensionsopsparingsbeviser og forsikringspolicer, og at værdien af et værdipapir bestemmes ud fra disse fremtidige afkast. Bankindskud er også i denne forstand et værdipapir, idet de kan veksles til kontante penge. Værdien af et værdipapir, fx en aktie, bestemmes som

aktieværdi = summen af de neddiskonterede, fremtidige udbetalinger.

Et afkast om 20 år,  $a_{20}$ , især dividende eller indtægt ved salg af aktien, neddiskonteres til nutidsværdien,  $a_0 = a_{20}/(1+r)^{20}$ ,

som er lig med det beløb, man skulle sætte på rente nu for at få  $a_{20}$  om 20 år, idet  $1/(1+r)$  er diskonteringsfaktoren og  $r$  er den risikofri rente, dvs. renten på almindelige anfordringsindskud i en bank eller Nationalbankens diskonto. Dette gøres for alle afkastene i alle fremtidige år, og når disse nutidsværdier summeres, har man aktiens værdi. Som så ofte inden for økonomi er dette nemt at sige, men umuligt at beregne. Problemet er jo, at man kun kan gætte på de fremtidige afkast, og den risikofrie rente kendes heller ikke. Der skal tages hensyn til den fremtidige inflation, den fremtidige økonomiske vækst og mange andre forhold, som også er ukendte.

Heraf udspringer alle finansverdenens mærkværdigheder. Alle må gætte på, hvad fremtiden vil bringe, og pensionskasserne har et desperat behov for det. Derfor har *Finans Danmark* og *Forsikring & Pension* i 2018 nedsat det såkaldte *Sagkyndige Råd* med den utaknemmelige opgave at forudsige fremtidige afkast. Rådet forventer lavere afkast end de historiske. De første 10 år forventes årlige afkast på realkreditobligationer på 1.0%, aktier 5.5%, inflation 1.8%, altså negativ realrente for obligationer; efter 10 år forventes: obligationer 3.5%, aktier 6.5%, inflation 2.0%, realrente 1.5%. Historisk har det årlige afkast på aktier været 9% i USA. Rådet anfører konkluderende: "Verden er usikker".<sup>10</sup> Ja, det forlyder rygtevis.

*Det sagkyndige Råd* skriver ikke noget om den aktuelle, negative rente, og hvad den betyder. Bankerne betaler penge for at have penge stående i Nationalbanken, og renten på bankindskud burde være minus 3-4%, hvis indlånsrenten skulle have det normale spænd til Nationalbankens pengemarkedsrente, men hidtil har indlånsrenten for private ikke været under nul, hvilket efter sigende koster bankerne 30 mia. kr. om året. Som D&P skriver, har bankerne dog kunnet kompensere rigeligt med højere gebyrer og udlånsrenter.<sup>11</sup> Hvis man ikke har alt for mange penge, er en rente på nul stadig en undergrænse, idet man kan veksle til kontanter og gemme dem i en madras eller en kummefryser; så taber man kun inflationen. For banker er dette ikke muligt på grund af

lagringsomkostningerne, som ECB har ønsket at holde oppe ved at ophøre med trykning af 1000-eurosedler.

Man kan ikke finde en akties værdi, men man kan godt finde dens pris. Der foregår handel med værdipapirer, og så dannes der en pris, idet parterne forsøger at gætte, hvad værdien er. Ifølge den såkaldte *efficient market hypothesis*, "er prisen på et værdipapir et godt estimat af dets værdi".<sup>12</sup> Ophavsmanden, Eugene Fama fik Nobelprisen i økonomi i 2013. Det hævdes altså, at det, som ingen levende sjæl kan, det kan markedet. Markedet er simpelthen clairvoyant angående aktiekurser; så må markedet jo også kunne fortælle os andet om den ukendte fremtid, fx om terrorangreb og om vejret, og det er lige præcis, hvad mange mener i ramme alvor.<sup>13</sup> Robert Schiller betegede the efficient market hypothesis som "the most remarkable error in the history of economic theory".<sup>14</sup>

Men *the efficient market hypothesis* er bedre end sit rygte, nemlig i den afsvækkede form, som Fama gav den i 1970: "Priser afspejler altid al tilgængelig information",<sup>15</sup> fordi stærke operatører på markederne gennemplejer al tilgængelig information. Det er ligesom med fyrværkeri nytårssaften: lad dem, som er skøre nok, ofre formuer på det; vi andre kan udnytte det ganske gratis.

Det giver os den nyttige lære, at amatørspekulanter ikke kan *outsmart the market* og at der ikke noget, som hedder "at være dygtig til aktier"; man kan være heldig<sup>16</sup> eller uheldig, men man kan ikke være dygtig. Når bankrådgiveren, som i parentes bemærket er lønnet af banken, spørger: "Hvor risikovillig er du?", så mener vedkommende i virkeligheden "Hvor dum er du?".

Det betyder også, at honorarer til investeringsrådgivere er spildt; de får ikke større afkast end et 10-års barn, som kaster en dartpil mod kurslisten. Og det forklarer den stigende betydning af *index-tracking funds*, som *Vanguard 500*, *SPDR (Spider)* og den gigantiske *BlackRock*, som sammensætter porteføljen sådan, som markedet er sammensat, og derved opnår et afkast over gennemsnittet, fordi de sparer honorarer og omkostninger ved aktiv porteføljepleje.<sup>17</sup> Enorme summer er blevet brugt på at finde ud af, hvordan man tjener hurtige penge på børsen; de overstiger uden tvivl omkostningerne ved *The Large Hadron Collider* ved CERN i Genève med adskillige størrelsesordener, ikke på grund af spørgsmålets videnskabelige eller samfundsmæssige betydning, men fordi der er penge i det, så længe nogen tror på, at man kan vinde en formue på børsen ved hjælp af andet end held.

Rækkevidden af markedets overnaturlige clairvoyance og markedsaktørernes forståelse af finansverdenen illustreres af LTCM, *Long Term Capital Management*, en kolossal amerikansk investeringsfond, verdens største, hvor Robert Merton og Myron Scholes var aktive medlemmer af ledelsen. De fik nobelprisen i 1997 for deres bidrag til finansieringsteori i forbindelse med Black-Scholes-differentialligningen for prissætning af optioner fra 1973 (som omtales mere lige straks). Fisher Black var død i 1995.<sup>18</sup> LTCM havde stor succes indtil 1998, hvor ledelsen forventede, at bl.a. russiske obligationer ville gå op og satsede hele butikken på det og en hel del mere, idet LTCM i høj grad spekulerede for lånte penge; egenkapitalen var 5 mia. dollars og gælden 125 mia. dollars. LTCM krakkede, og det havde så stor samfundsøkonomisk betydning, at den amerikanske regering greb ind og truede nogle store banker til at overtage resterne af LTCM.<sup>19</sup>

## Samfundsskadelig risikokabelse

Finansverdenen reducerer risiko, når der skal investeres realt i virksomheder eller boliger. Men der er megen risiko tilbage på grund af den grundlæggende uvished om fremtiden, og det indbyder til spekulation eller regulært lotteri. Finansmarkederne har en enorm lotterioverbygning uden forbindelse med den reale verden, som er vokset kraftigt i takt med liberaliseringen og som øver en vældig tiltrækning. Mange amatørspekulanter bruger tid og kræfter på det og har en - som regel dyr - fornøjelse af det, og mange drømmer om at kunne *outsmart the market*. Som Michael Møller og Niels Christian Nielsen skriver:

Mange velstående personer bruger, specielt efter at de har trukket sig tilbage fra deres oprindelige erhverv, meget tid på at 'følge markederne' og købe og sælge værdipapirer. ... Ældre rigmænd bør overveje at finde sig andre hobbyer end at handle med værdipapirer. Golf er sundere, og selv korpiger er sandsynligvis billigere.<sup>20</sup>

Drømmen om den hurtige gevinst ud af det blå, om at slippe for det daglige slid, om Slaraffenland, er dybt indlejret i den menneskelige natur, tilsyneladende helt nede i krybdyrhjernen.

Om Slaraffenland fortælles, at der er floder, som flyder med vin, huse, der er bygget af kager eller af bolsjer, og gader, der er brolagt med wienerbrød. Der findes butikker, hvor man kan hente alt gratis. Stegte gæs vandrer rundt og beder folk om at spise sig, 'Oh, kom og spis mig' skræpper de, og smørstegte lærker drysser ned fra himlen som manna.<sup>21</sup>

Lotterisektionen øger den samlede risiko, og det er samfundsskadeligt, dels fordi dette lotteri løsrevet fra realiteterne og uden jordforbindelse kan få hård jordforbindelse i krisetider og forårsage højst reale ulykker, dels fordi det beslaglægger store ressourcer. I USA er den finansielle sektor siden 1990 vokset fra 2% til 6.5% af BNP – ikke målt ved de samlede balancer, som er vokset langt, langt mere, men ved dens produktion målt ved antal beskæftigede og deres aflønning. Det er på størrelse med de amerikanske militæruddgifter. Halvdelen af alle nyuddannede matematikere i USA finder beskæftigelse i den finansielle sektor, i bedste fald aldeles uproductivt.<sup>22</sup>

Hvis man gerne vil have en høj profit med lille risiko er det en god idé af følge et par simple regler: Man bør spare op, så at man kan investere 20.000-30.000 kr., og man bør investere dem til det højeste mulige afkast, nemlig i kontanter eller et almindeligt anfordringsindskud i en bank. Så kan man nemlig undgå at låne til dyre renter, når der indtræffer uforudsete udgifter, og de er som bekendt meget forudsigelige, idet køleskabet, bilen eller tænderne går i stykker fra tid til anden. Hvis man har flere penge at investere, bør man sprede investeringerne og aldrig lægge alle sine æg i samme kurv, hvis man ellers kan undgå det, og det kan man jo fx ikke, når man køber en bolig. Hvis ens tidshorisont er lang nok, kan man købe aktier og gøre som de ovenfor nævnte *index-tracking funds*, dvs. sammensætte porteføljen, som markedet er sammensat, altså som gennemsnittet. Så får man et afkast større end gennemsnittet, fordi man sparer handelsomkostningerne, som i øvrigt er faldet meget i de senere år, og desuden rådgivningshonorarer.<sup>23</sup>

Store reale skader forårsages af de tilbagevende prisbobler, som lotterifdelingen fører med sig. Man kan ikke beregne aktiens værdi, for man kender ikke de fremtidige afkast og for den sags skyld heller ikke diskonteringsrenten. Så kan man i stedet benytte den forventning, man har om det fremtidige afkast, og foretage et fradrag i værdien på grund af forventningens usikkerhed - men den kender man heller ikke. Når man ikke ved noget, så kigger man efter, hvad de andre gør. Hvis en aktie stiger i værdi, er det rationelt at tolke det sådan, at nogen ved noget om, at denne aktie vil give et højt afkast, og også rationelt at købe nogle stykke af den aktie. Så stiger kursen endnu mere. På et tidspunkt bliver prisen urealistisk i forhold til aktiens fundamentale værdi, dvs. hvad rimelige forventninger til fremtidige afkast kan begrunde. Hvis den såkaldte *price-earnings ratio* (P/E), dvs.

prisen divideret med afkastet gennem de seneste år, bliver fx 50, så betyder det, at hvis aktiens fremtidige afkast svarer til det hidtil observerede, vil afkastet blive 2%, idet P/E jo er den reciprokke af afkastet i procent. Afkastet af aktier har historisk set været 7-10% over lange perioder, svarende til P/E mellem 10 og 14. Den amerikanske P/E er fordoblet siden 2010 fra 15 til 29, kun overgået i 1929 (30) og internetboblen i 1999 (45).<sup>24</sup>

Selv hvis P/E er høj og stigende, og man tror, at en boble er undervejs, kan det være rationelt at købe aktien, og for en bankdirektør kan det koste dyrt at stritte imod risikable investeringer, når aktionærene kan se, at alle andre tjener styrtende med penge. Det kan jo tænkes, at prisen vil fortsætte med at stige lidt endnu, og at man kan sælge den om kort tid til en endnu større tåbe. Så har man en prisboble, nemlig når man køber aktien, ikke ud fra en forventning angående dens fundamentale værdi, dvs. den fremtidige indtjening, men ud fra en spekulation i, at dens pris vil stige. På et tidspunkt brister boblen, og i historien er det sket masser af gange.

På det samfundsøkonomiske plan er en prisboble rent monetær (fx huspriser drevet op af en boble) og har intet med det reale eller fundamentale at gøre (husene selv, produktionen i samfundet). Men på det privatøkonomiske plan er det reale og det monetære sammenfaldende; som privatperson kan man uden videre bytte reale værdier med penge og omvendt. Det hele er koblet sammen.

Virksomheder krakker, privatpersoner mister deres pensionsopsparing, man kan ikke hæve penge i banken, forsikringsselskaber kan ikke udbetale erstatninger, og dankortet virker heller ikke. Det får store reale konsekvenser. Staten vil med sikkerhed træde til med nye danske-bank-pakker for at få systemet på føde hurtigst muligt. Denne underfortåede statsgaranti dæmper ikke bankernes appetit på chancesejls og høje profiler med høj risiko.

Under finanskrisen i 2008 trådte staten til med nærmest ubegrænsede statsgarantier til bankerne samt lån på 50 mia. kr. i bankpakke 2. Det har været hævdet, at alle pengene er kommet tilbage med et overskud på 18 mia. kr., mens andre påpeger, at udgifterne til et stort statsobligationslån i virkeligheden giver et underskud på 26 mia. kr.<sup>25</sup> I hvert fald var bankpakkerne risikable og uden nogen modydelse i form af offentlig

indflydelse eller ejendomsret, som kunne have givet staten del i de efterfølgende kursstigninger på bankaktier.

På finansmarkederne er der mange muligheder for at foretage transaktioner, som øger risikoen, dvs. størrelsen af gevinst og tab i forhold indsatsen. *Short-selling* består fx i, at man sælger en aktie, som man ikke ejer; man låner en aktie for en vis periode mod et gebyr og sælger den straks i forventning om, at kursen falder, så at den kan købes tilbage til en lavere pris ved periodens udløb. Aktien kan jo straks udlånes igen, sælges påny etc. Man behøver således ikke at have penge til at købe aktien for, når man vil spekulere i kursændringer.

*Derivater* kan tjene samme formål. Derivater, eller afledte fordringer, er værdipapirer, som er konstrueret på grundlag af andre værdipapirer. En dansk realkreditobligation er et derivat, og her er formålet at sprede og reducere risikoen.

En *swap* er et bytte af to betalingsstrømme fx svarende til et fast hhv. et variabelt forrentet lån.

Parterne kan bytte vilkår, uden at de hver især skal indfri deres lån og optage nye. Det har en række andelsboligforeninger brændt sig på. Hvis en andelsforening skal betale 4 kr. om året for et obligationslån på 100 kr., kan den være fristet af at betale 3 kr. svarende til en gældsforpligtelse på 100 kr. og en rente på 3% for en anden type fordringer, som i modsætning til obligationslånet ikke kan indfris til pari. Hvis renten falder til 1.5%, kan andelsforeningen ikke slippe ud af det ved at betale 100 kr., men må betale 200 kr., som er det beløb, der giver 1.5% i rente, når betalingsstrømmen er fastlagt til 3 kr. om året. Andelsforeningens gæld er altså fordoblet og er evt. blevet større end værdien af andelsforeningens bygninger, så at andelsforeningen er insolvent, og de enkelte andele kun kan sælges med tab. Det er denne risiko, som forklarer den lavere årlige ydelse i første omgang.

*Futures* (terminkontrakter, forwardkontrakter) er bindende aftaler om køb og salg af varer og andet til en fastlagt pris på et tidspunkt i fremtiden, fx næste års høst; derved kan landmanden overføre prisrisikoen til andre. Organiseret handel af denne art begyndte i Chicago i 1848.

En *aktieoption* er et derivat, nemlig en ret til at købe eller sælge en bestemt aktie til en aftalt pris på et senere tidspunkt. Derved øges gevinst og tab i forhold til indsatsen, da det er billigere at købe en option end at købe selve aktien; det nærmer sig et regulært væddemål om kursudviklingen. Der findes myriader af stærkt komplicerede og vanskeligt gennemskuelige, såkaldte finansielle instrumenter, udtænkt af højt begavede og højt lønnede matematikere; det er en kæmpe industri, som er stort set uproduktiv, men i høj grad profitabel, fordi den kan omfordele store samfundsværdier. Når derivatet bliver kompliceret, bliver det tilsvarende kompliceret at bestemme pris og risiko på derivatet ud fra pris og risiko på det oprindelige værdipapir.

Et eksempel er en *european-style call option*; den giver ret (men ikke pligt) til at købe en bestemt aktie til en fastsat pris, *exercise price*, på en bestemt dato i fremtiden (og ikke før). En tilsvarende ret til at sælge kaldes en *put option*; *american-style* vil sige, at man har ret til at købe eller sælge på ethvert tidspunkt frem til den fastsatte forfaldsdato. Det bliver hurtigt indviklet at bestemme prisen på en option. Hvis man har en gæt på kursen på en aktie om 6 måneder, fx at den højst vil blive af vis størrelse, hvad skal man så være villig til at betale for en option?

Og det kan blive endog særdeles indviklet. Man kan afdække risikoen for kursudsving på en aktie ved foruden aktien også at købe en option på den; herved overføres risikoen til sælgeren af optionen. Hvis man nu spørger: Hvad skal prisen på optionen være, hvis porteføljen af aktie og option skal være risikofri og på ethvert tidspunkt give et afkast svarende til den risikofri rente? - så bliver svaret intet mindre end en partiel differentiaalligning:

$$\frac{\partial V}{\partial t} + \frac{1}{2}\sigma^2 S^2 \frac{\partial^2 V}{\partial S^2} + rS \frac{\partial V}{\partial S} - rV = 0.$$

Den har følgende løsning for en *european call option*, idet aktien ikke udbetaler dividende:

$$C(S, t) = N(d_1) S - N(d_2) K e^{-r(T-t)},$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}}$$

$$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}} = d_1 - \sigma\sqrt{T-t}.$$

hvor:

$S(t)$  = aktiekurs ved tid  $t$

$t$  = tid,  $T-t$  tid til forfaldsdato

$V(S, t)$  = pris på option

$C(S, t)$  = pris på *European call option*

$K$  = exercise price

$r$  = risikofri årlig rente

$\sigma$  = standardafvigelse på aktiekursen

$N$  = den normale fordelingsfunktion (0,1)

Dette er den berømte Black-Scholes-ligning fra 1973, som det kun er få beskåret at kunne

gennemskue<sup>26</sup> og som medførte en vældig oplussen af handelen med optioner. Alle størrelser kan observeres undtagen standardafvigelsen på aktiekursen, og der forudsættes også forskellige antagelser bl.a. om formen på udsvingene i aktiekursen. For dette bidrag til konsistent prisudregning og dermed effektivisering af lotterifordelingen modtog Robert Merton og Myron Scholes som nævnt Nobelprisen i økonomi i 1997, men Nobelprisbeløbet udgjorde under en tiendedel promille af tabet ved LTCMs fallit året efter.

Optioner er billigere end selve aktien og forøger derfor mulighederne for risiko og spekulation. Hvad en option faktisk er værd, viser sig først på forfaldsdagen, og det er lige så ukendt, som det hele tiden har været.

Et berømt eksempel på problemerne med at bestemme pris og risiko ved derivater ud fra pris og risiko på de underliggende værdipapirer er de såkaldte subprimelån i USA, som medvirkede til at udløse finanskrisen i 2008. De dannede grundlag for et indviklet system af derivater. Det begynder med, at et finansieringsselskab låner penge til huskøbere - ofte op til 100% af ejendomsværdien - som ikke har råd til det; ofte kan de kun betale renter og afdrag, hvis huspriserne fortsat stiger, så at de kan optage nye lån til at forrente og afdrage de gamle med.

Man kan sondre mellem tre typer af lånefinansieret virksomhed. - garderet finansiering (*hedge finance*): virksomhedens (her huskøberens) løbende indtægter kan betale renter og afdrag på lånet;



- spekulativ finansiering: de løbende indtægter kan betale renterne, men betaling af afdrag må finansieres med nye lån;

- Ponzi-finansiering: hverken renter eller afdrag kan betales uden nye lån. Navnet er til minde om en vis Carlos Ponzi, som drev en forretning i en forstad til Boston i 20'erne, hvor han tilbød indskydere 30% månedlig rente, som han kun kunne betale, fordi nye indskydere kom til hver måned tiltrukket af det usædvanligt gunstige afkast. Det gik godt i tre måneder. Det er jo en art pyramidespil, og de ender altid med, at ophavsmanden må "go to Brazil or jail or both".<sup>27</sup>

De amerikanske huskøbere betjente sig af spekulativ eller tilmed Ponzi-finansiering; pantebrevene, som de udstedte, havde derfor meget lav sikkerhed, og når finansieringsselskabet solgte pantebrevene, var prisen tilsvarende lav. For at øge denne pris foretog selskabet en *securitization* (sikkerhedsøgning) som har to trin:<sup>28</sup>

- *pooling*: et antal pantebreve, typisk nogle tusinde, slås sammen i en pulje, som er grundlaget for en obligationsserie, således at alle låntagerne i puljen hæfter i fællesskab for alle obligationerne. Derved bliver obligationernes pris højere og renten lavere end på de oprindelige pantebreve. *Pooling* har været anvendt i det danske realkreditsystem i henved 200 år med stor succes, og det er aldrig sket, at obligationsejerne ikke har fået de lovede renter og afdrag.

- *tranching* (skiveskæring), som ikke har været anvendt herhjemme, og som består i, at obligationerne opdeles i prioriterede trancher, således at ejerne obligationerne i tranche 1 får deres betalinger først, dernæst tranche 2, og den sidste tranche får først sine betalinger, når alle de andre trancher har fået deres. På denne måde kunne man øge sikkerheden for disse såkaldt strukturerede obligationer udstedt på grundlag af usikre subprimelån så meget, at de højeste trancher, faktisk 70% af obligationerne, fik højeste sikkerhedsvurdering, AAA, af kreditvurderingsbureauerne.

Princippet kan illustreres med et simpelt eksempel. Der er to identiske pantebreve, som begge lover 100 kr. om et år; antag, at kreditvurderingsbureauerne vurderer risikoen for låntagernes fallit til 10% i begge tilfælde, og antag, at de har vurderet rigtigt. Pantebrevene pooler og trancheres til to obligationer, således at ejeren af obligation nr. 1 betales først:

- obligation nr. 1 vil udbetale 100 kr. med 99% sikkerhed, nemlig i alle tilfælde undtagen hvis de begge går fallit uafhængigt af hinanden, og sandsynligheden for dette er 1%, dvs.  $0.10^2 = 0.01$  - på samme måde som sandsynligheden for at få krone i to kast med en mønt er  $0.50^2 = 0.25$  eller 25%.

- obligation nr. 2 vil udbetale 100 kr. i 81% af tilfældene, nemlig når ingen af pantebrevene går fallit, og det har sandsynligheden 81%, idet  $0.90^2 = 0.81$ .

Hvis man gør det samme med 100 pantebreve, bliver sandsynligheden for, at obligation nr. 1 ikke kan betale de lovede penge:

$$0.10^{100} = 1/(10^{100}).$$

og denne sandsynlighed er forsvindende lille, idet  $10^{100}$  er et svimlende stort tal; til sammenligning er der kun  $10^{80}$  atomer i hele universet.

Systemet kan kompliceres i det uendelige; man kan udstede nye obligationer på grundlag af de første, evt. supplere med at tegne forsikringer mod tab på disse nye obligationer etc. etc., og til sidst opnå en sikkerhed, som betyder, at fallit sandsynligvis højst vil indtræffe en enkelt gang i løbet af solsystemets resterende levetid på 5 mia. år. Ikke desto mindre mistede de alle sammen deres penge i løbet af ganske kort tid. Hvordan kunne det gå til?

Forklaringen er, at der er en elementær fejl i ræsonnementet ovenfor. Det antages, at de enkelte husejeres fallitter er uafhængige af hinanden på samme måde, som to kast med en mønt er uafhængige af hinanden. Men sagen er, at der er betydelig afhængighed (korrelation) imellem dem; når disse dybt dubiose debitorer med subprimelån går fallit, så gør de det alle sammen på én gang og af samme grund, nemlig faldende huspriser eller generelt faldende indkomster. Og så falder hele den finansielle overbygning af værdipapirer sammen.

Dette overså kreditvurderingsbureauernes højt kvalificerede matematikere, statistikere og aktuarer, og risikoen som følge af afhængighed, *systemic risk*, blev groft undervurderet. Men der var jo også gået 80 år siden det sidste store systemsammenbrud i 1929. Det hører også med, at kreditvurderingsbureauerne er private virksomheder, og at de betales af udbyderne af værdipapirer for at foretage kreditvurderinger. Centrale aktører på finansmarkederne forstod simpelthen ikke risikomodellerne og de antagelser og gisninger, som de er bygget op på, og købte glad og gerne strukturerede AAA-obligationer til samme pris som enkeltstående AAA-papirer udstedt af én enkelt, kreditvurderet låntager.

### **Hvad må der gøres?**

Når der gik så lang tid mellem kriserne i 1929 og 2008, hænger det sammen med lovmæssig regulering og kontrol, som blev indført i 30'erne som reaktion på krisen. Perioden frem til 80'erne var uden større kriser. *The Glass-Steagall Act* fra 1933, satte bl.a. et skel mellem forretningsbanker, som varetager traditionelle bankforretninger med indlån og udlån til veldefinerede formål med høj sikkerhed, og investeringsbanker, som er specialiseret i markedsføring og omsætning af værdipapirer med større risiko, og de blev underlagt forskellige reguleringer.

Omkring 1980 begyndte man at liberalisere og deregulere finansmarkederne, åbenbart ud fra den logik, at nu har disse love fungeret efter hensigten i 50 år; så må vi hellere se at få dem afskaffet.

Virkingen af dereguleringen af finansmarkederne i USA viste sig omgående, idet de førte til en større krise i 1980'erne, da over 500 *savings and loan associations*, som har boligfinansiering som hovedformål, gik fallit, efter at de havde fået mulighed for at yde mere højtydende og derfor mere risikobetonede udlån. Skatteyderne trådte til med "hundreds of millions of dollars", og denne effektive statsgaranti har jo næppe formindsket risikovilligheden hos banker og andre.<sup>29</sup>

Dereguleringen fortsatte, og de finansielle markeder svulmede af umådeholden *leverage* (på

amerikansk; på engelsk bruges betegnelsen *gearing*), hvilket vil sige lånefinansierede transaktioner, som altid er blandt de direkte årsager til finansiell ustabilitet.<sup>30</sup> Et aktieselskab kan øge sin *leverage* ved at erstatte nogle af aktierne med fastforrentede lån. Hvis indtjeningen overstiger den faste rente, bliver indtjeningen pr. tilbageværende aktie større, men risikoen pr. aktie bliver tilsvarende større i tilfælde af tab.

Argumentet for liberaliseringen og kapitalens fri bevægelighed er, at kapitalen skal kunne flyde mere frit og dirigere ressourcerne hen, hvor de kan gøre mest gavn. Men de fleste kapitalbevægelser har intet med reale ressourcer at gøre. Det er *hot money*, som bevæger sig hurtigt rundt i jagt på kortsigtet profit og ikke skaber andet end ustabilitet, bl.a. krisen i Østasien i 1997-1998.<sup>31</sup>

Liberaliseringerne er fortsat i samme skure siden, og i 1999 ophævede *the Gram-Blanch-Bliley Act* resterne af, hvad der var tilbage af *the Glass-Steagall Act* fra 1933.

I 1994 konkluderede Vismændene:

Samlet set kan der imidlertid ikke herske tvivl om, at liberaliseringen og dereguleringen har givet større effektivitet og som følge deraf har gunstige langsigtede samfundsøkonomiske konsekvenser.<sup>32</sup>

Paul Volcker, der indlagde sig stor fortjeneste som direktør for *The Fed* (den amerikanske nationalbank) fra 1979 til 1987 var af en anden mening:

I wish someone would give me one shred of neutral evidence that financial innovation has led to economic growth - one shred of evidence.<sup>33</sup>

Paul Volcker mente, at den eneste gavnlige finansielle innovation i nyere tid var det automatiske kasseapparat.<sup>34</sup>

Før første verdenskrig og mere eller mindre frem til verdenskrigen i 1929 var finansverden global og liberal. Kapitalen var frit bevægelig, idet valutaerne under guldfodssystemet var umiddelbart sammenlignelige, og man kunne flytte valutaerne, i den sidste ende guld. Men størrelsesordenen var begrænset, og det var besværligt sammenlignet med nutiden, hvor kapital kan flyttes rundt bogstavelig talt med lynets hast og i enorm skala. Store kapitalbevægelser er styret automatisk af computere, og det går så hurtigt, at det har betydning, hvor computerne er placeret; det skal helst være tæt på børsernes store computere, sådan at signalerne når frem før konkurrenternes. Dette ofres der vældige ressourcer på - til ingen verdens nytte.

At anklage bankerne for at være "gået fuldkommen amok i grådighed" og efterlyse "en smule

samfundssind", <sup>35</sup> er forfejlet. "Moralske appeller er frugtesløse, når systemet er problemet", som D&P skriver i overskriften i *Kritisk Debat*-artiklen. De skriver også, at "moralforestillinger er noget, som hører menneskevæsenet til. Kommercielle bankvæsener, *not so much*." (D&P, p 7) - Helt enig, hvad det sidste angår, men det første er mere end tvivlsomt. Så snart det drejer sig om penge, falder alle grænser bort undtagen den, som lovgivningen sætter.

Der er en tendens i tiden til at moralisere over alt muligt *ad nauseam usque*: #MeToo, hvad man spiser, ryger og drikker, hvilke sygdomme man har, om man er tyk eller tynd, alle hænde krænkelser. Grådige er vi alle sammen efter bedste evne; også socialister må tage mennesker, som de er, og respektere simple økonomiske love. <sup>36</sup> "Man kan ikke kritisere en haj for at spise fisk". <sup>37</sup>

Grådighed er simpelthen kapitalismens styrende princip, og i betragtning af, hvad kapitalismen har præsteret, må man give Marx ret i, at dette princip har tjent os godt med dets immanente drift og stadige tendens til at forhøje arbejdets produktivitet, *og at kapitalismen er det vældigste middel til forkortelse af arbejdstiden, hvorfor den river alle, selv de mest barbariske nationer, med ind i civilisationen ved den hurtige forbedring af alle produktionsmidler, ved det kolossale fremskridt med hensyn til samfærdselsmidlerne. De billige varepriser er det svære artilleri, som skyder alle kinesiske mure i grus, som er i stand til at overvinde selv det mest hårdnakkede fremmedhad hos barbarerne.* <sup>38</sup>

Man kan ikke privatisere og liberalisere det hele og så forvente, at banker og andre private virksomheder skal bære sig ad, som om de var ansvarlige statsinstitutioner. Det er bedre med stramme og klare lovregler. Man kan forlange, at den enkelte overholder lovene og ikke mere, men så må man samtidig forlange, at lovene er affattet så klart, at man ved, om man overholder dem eller ej. Det er problematisk at pålægge bankerne at kontrollere, om indbetalte midler er erhvervet på hæderlig vis for at forhindre hvidvask. Det giver store uklarheder.

Loven kan ikke foreskrive, at man skal afstå fra "grådighed" eller udvise "samfundssind". Loven kan heller ikke sige: "du skal opføre dig anstændigt, ellers kommer du to år i fængsel", sådan som den svenske lovgivning om voldtægt gør; det er alt for upræcist. Hvad man kunne gøre, var at påbyde skriftligt samtykke en uge i forvejen, hhv. forlange alle internationale pengeoverførsler over en vis størrelse godkendt i Nationalbanken, som man gjorde for ikke så mange år siden. <sup>39</sup>

Et nærliggende mulighed er at opsplitte den finansielle sektor efter funktioner med forskellige, dertil svarende lovmæssige reguleringer, statslig styring og tilsyn: <sup>40</sup>

- betalingsformidling
- kredit- og hypotekforeninger
- forsikring
- pensionsopsparing
- sparekasser
- banker

- lotteri

Derved kunne den brede befolkning isoleres fra finansverdenens mere risikobetonede funktioner og fra lotterisektionen. Betalingsformidling er så vigtig, at den burde tages ud af finansverdenens grådighedsstyring og varetages af staten, og en lønkonto, som alle danskere har pligt til at have, burde man kunne have i en statslig bank svarende til den hedengangne postgiroen. <sup>41</sup>

Som boligsøgende er man tvangsindlagt til lotteriet, når man nu ikke vil nationalisere hele boligmassen, så at man hver måned betaler et beløb svarende til ens boligforbrug som fastsat af en offentlig forvaltningsmyndighed. Hvis det fungerede, ville det øge mobiliteten på boligmarkedet. Da der i 60'erne blev adgang til at lempe lejelovgivningen og udstykke ejerlejligheder, var et væsentligt argument netop den øgede mobilitet. Man kunne få alle de gamle damer ud, som sad i store, billige lejligheder på Østerbro. Og hvad har vi fået? En masse ejerlejligheder og parcelhuse, som er fyldt op med pensionister og som de unge ikke kan betale, og i tilgift tilbagevendende forbedringer af støtteordninger for pensionister med ejerboliger, så at de ikke behøver at nedspise formuen endsige flytte til noget mindre og mere passende.

Pensionssystemet er også et kæmpe lotteri, fordi man ikke ved, hvad pensionsopsparingen bliver til. Et folkepensionssystem ville mindske risikoen, idet man så hvert år måtte tage stilling til, hvordan den reale produktion, som er til rådighed, skulle fordeles mellem investeringer, offentligt forbrug og privat forbrug til hhv. børn, erhvervsaktive og pensionister.

D&P skriver ikke noget om pensionssystemet, selv om pensionskasserne er blandt de største aktører i finansverdenen. Her kan man hurtigt komme ud på meget tynd is. Det er den almindeligt udbredte opfattelse, at ens boligformue og pensionsformue er "mine egne penge, som jeg selv har tjent og har ret til". Men det er lotteribestemt og tilfældigt, og det samme gælder erhvervs- og andre indtægter, dvs. ens livsindkomst. En mere dækkende opfattelse er, at hvad man hvert år får stillet til rådighed af det samlede forbrug, får man fra samfundet, idet ens eget bidrag er forsvindende og umuligt at gøre op. Hvad man i en eller anden forstand har gjort sig fortjent til og har ret til, fortøner sig. Fordelingen af goderne mellem forskellige personer, erhverv, køn, uddannelsestyper og generationer er dybt tilfældig og urimelig. Men det er unægtelig vanskeligt at gøre noget ved det; aftaler over lange tidsrum er uundgåelige, og så er lotteriet straks i gang, og indkomster er i et vist omfang et uundgåeligt incitament for økonomisk aktivitet, og så kommer urimelighederne straks væltende. Men man kunne godt rette en smule op på det, hvis man ville, bl.a. ved hjælp af skattelovgivningen og ved at begrænse pensionsopspareres muligheder for at gamble med deres pensionsopsparing.

Den eneste mulige vej er stramme regler, mere planøkonomi, mere statseje, statskontrol og kompetent og ansvarsbevidst offentlige forvaltning, hvor mærkeligt det end kan lyde i disse tider, hvor kompetence og ansvarsbevidsthed ikke er de første ord, der falder én ind i forbindelse med offentlig forvaltning. Ikke just fest og glade dage, men der er ingen vej udenom.

Nationalbanken er heller ikke nogen indbydende mulighed som forvaltningsorgan. Den er følgagtig og sanktionerer hvad som helst, som folkestemningen og politikerne finder på, fra indførelsen af euroen til liberaliseringen og destabiliseringen af realkredit. "The euro has been an economic fiasco" <sup>42</sup> hvad alle kan se nu og også kunne for 25 år siden, hvis man havde lukket øjnene op. Om indførelsen af afdragsfrie lån i 2003 skrev nationalbankdirektør Jens Thomsen, at "det er positivt, at der gives flere valgmuligheder". <sup>43</sup>

Som der er fremgået, er jeg enig med D&P i, at Enhedslistens reformforslag for den finansielle sektor er sagligt velbegrundede og nødvendige, måske med undtagelse af den store vægt på demokratisk styring, <sup>44</sup> hvor jeg har nogle forbehold. Jeg er ikke så optimistisk angående lokal, demokratisk forankring, men det skyldes måske, at jeg bor i Roskilde, hvor Roskilde Bank havde enorm, lokal, demokratisk forankring blandt letsindige og naive roskildensere, som år efter år jublede og spiste gule ærter til generalforsamlingerne i Roskildehallerne, og som efter at have mistet friværdier, børneopsparinger, arvelodder og pensionsopsparinger har slæbt den stakkels bankdirektør i retten, idet de åbenbart mener at have et retskrav på en stor og risikofri gevinst netop på bankaktier, som alle dage har været kendt som risikobefængte. Heldigvis er han da blevet frikendt ved én instans. Jeg kan ikke tilslutte mig Enhedslistens iver efter at straffe alle mulige, <sup>45</sup> så længe vi ikke har mere klare lovregler. Man kan ikke straffe en bankdirektør for med bestyrelsens og generalforsamlingens velsignelse at løbe en risiko og være uheldig. Det er bedre med stramme og - note bene - klare retsregler.

Der er et indlysende behov for at beskytte befolkningen mod dens egen letsindighed og fx gribe ind over for de såkaldte kviklån, <sup>46</sup> men det er befolkningen desværre for letsindig til at indse. Før i tiden var der et generelt forbud mod hasardspil med enkelte sikkerhedsventiler, bl.a. brevduetotalisatoren på Fasanvej, travbanen i Charlottenlund, kasinoet på Marienlyst i Helsingør, Dansk Tipstjeneste, Klasselotteriet og de statslige præmieobligationer.

## Luftkasteller

Finansverdenen og Finansministeriet ligner hinanden derved, at de bygger luftkasteller, udviklede beregninger, som det kræver fuldtidarbejde i flere år at sætte sig ind i, store konstruktioner uden fundament. Begge foretager komplicerede beregninger oven på noget empirisk input, som nødvendigvis er af elendig kvalitet; det er der ikke noget at gøre ved. Men i begge tilfælde kan de usikre beregninger bruges til at dupere rakkert, dvs. naive investorer hhv. naive vælgere. Finansministeriet kan altid justere lidt på parametrene, så at man får det ønskede, højredrejede resultat; således blev prisfølsomheden i udenrigshandelen justeret uden begrundelse og overdrevet drastisk i forbindelse med tilbagetrækningsreformen i 2011; og skattelettelsers såkaldte dynamiske effekter på arbejdsudbuddet er lagt ind ud fra en åbenbart fejlspecificeret, statisk model for et enkelt år. <sup>47</sup>

Der er solidt empirisk og teoretisk belæg for, at øget arbejdsudbud medfører øget beskæftgelse på sigt. <sup>48</sup>

Det er overhovedet ikke "solidt". Bemærk det kvalificerende udtryk "på sigt", som i økonomisk sprogbrug betyder, at tvivlen nager.

Og i begge tilfælde er der den sikre virkning, at uligheden øges.

Ansvar for objektive konsekvensberegninger burde være hos uafhængige institutioner, fx Danmarks Statistik, Vismændene eller universiteterne, og ikke være underlagt den politiske styring i Finansministeriet.

I øvrigt er det så snedigt og fremtidssikret, at man aldrig vil kunne afgøre, om regnestykkerne er rigtige eller forkerte. Velfærdskommissionens avancerede modeller forudså en stor udfordring, nemlig en forringelse af den offentlige saldo på 90 mia. kr. på 35 år; den blev på 150 mia. kr. på 2 år. Så må modellen vel være forkert? Overhovedet ikke, for modellen kan jo ikke tage hensyn til uforudsete, utilsigtede hændelser, og dem er der rigeligt af, så at alt kan forklares, uden at det kræver særlig avanceret bortforklaringsteknik.

Finansverdenens og Finansministeriets regnemodeller er uhyre interessante og kan besvare mange interessante spørgsmål, men de er fjernt fra virkelighedens verden. Der er altid en lang række vilkårlige antagelser, som kan se uskyldige ud, men få vidtrækkende konsekvenser. Derfor er det meget farligt at forveksle regnerierne med virkeligheden.

Finansverdenen og Finansministeriet er henvist til at benytte sig af gætterier og gisninger angående fremtiden: arbejdsudbud, råderum, reformer, udenrigshandelselasticiteter, aktiekurser, obligationsrenter, inflation, økonomisk vækst osv.

All policy analyses are predicated on the belief that data from earlier periods are relevant to the current experience. But ... that is an article of faith. <sup>49</sup>

Problemet med Finansministeriets og finansverdenens manglende virkelighedsforbindelse er dobbelt, og det er også problemet for økonomisk teori generelt og årsagen til, at den står i stampe og at de matematiske udledninger fører lige lukket ud i den blå luft, nemlig for det første, at den relevante information om fremtiden ikke findes; <sup>50</sup> for det andet, at modellernes parametre er ustabile, simpelt hen fordi mennesker har en fri vilje og fordi de nogle gange også bruger den. De stabile strukturer, som økonomisk teori leder efter, findes ikke. Derfor er det svært at få øje på videnskabelige fremskridt, endelige gennembrud, inden for økonomi i de sidste 50 år. Som den store Isaac Newton skal have yttret efter at have tabt en formue i 1720 ved spekulation i *South Sea Company*-aktier, en af datidens store spekulationsbobler: "Jeg kan forudse himmellegemernes bevægelser, men ikke menneskenes dårskab". <sup>51</sup>

Finansministeriet og finansverdenen er underlagt det faktum, at "verden er usikker". <sup>52</sup> Men man kunne dæmme op for risikooophobningen i finansverdenen med Enhedslistens forslag. Det er ikke så svært; for man har tidligere med held afprøvet dem, og de mange forslag kan ironisk nok sammenfattes i én sætning: "Det var bedre i gamle dage", hvilket beklageligvis er rigtigt.

Man kunne sagtens begrænse usikkerheden i finansverdenen, pensionssystemet og boligmarkedet, hvis man ville, ved regulering, statskontrol og nationaliseringer; men det vil man jo ikke, og så må det gå sin skæve gang.

## Litteratur

Hvis man vil vide noget mere om aktier, obligationer, optioner, virksomhedsregnskaber etc., kan man jo kaste sig over en lærebog i finansiering, fx

Ross, S.A., Westerfield, R.W. & Jordan, B.D.: *Corporate Finance Fundamentals*. New York: McGraw-Hill 2006,

som i nogen grad er afmystificerende så langt, den rækker. Men det er unægtelig lidt tungt og tidskrævende. Mere overkommelige og underholdende er følgende publikationer, som jeg på forskellig måde har haft glæde af og som jeg vil anbefale, selv om man må finde sig i, at man ikke kommer til bunds, og ofte bliver nødt til at sige til sig selv: "Det her forstår jeg ikke. Det tror jeg på".

Dragsted, P., Gielfeldt, J. & Hadberg, A.: *Den politiske regnemaskine. Rapport om Finansministeriets økonomiske antagelser og deres politiske konsekvenser*. København: Enhedslisten, april 2018.

Dragsted, P., Bentsen, N. & Påkzad, P.: *En finanssektor, som tjener flertallet. Enhedslistens forslag til strukturreformer i den danske finanssektor*. København: Enhedslisten, december 2018.

Kindleberger, C.P. & Aliber, R.Z.: *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*. Basingstoke: Palgrave Macmillan 2011.

Møller, M. & Nielsen, N.C.: *Din økonomi - en bog om tid og penge*. København: Børsens Forlag 2005.

Scocozza, B.: "More, Machiavelli, Marx, Mao og Mosen - et lille bidrag til utopiens historie". *Arbejderhistorie* (2001, nr. 1):61-70.

Stiglitz, J.E.: *Freefall. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. New York: Norton 2010.

Sørensen, C.: *Finanskrisen - kleptokratiets konsekvens*. København: Tiderne Skifter 2013.

<sup>1</sup> En finanssektor, som tjener flertallet. Enhedslistens forslag til strukturreformer i den danske finanssektor, december 2018; *Den politiske regnemaskine. Rapport om Finansministeriets økonomiske antagelser og deres politiske konsekvenser*, april 2018.

<sup>2</sup> En fodnote er næppe påkrævet, men det er altså Axel Strøbye i *Olsen-banden*.

<sup>3</sup> Finansrådet i DØR: *Dansk økonomi, maj 2008*, p 303.



4<sup>□</sup> T. Gylfason et al.: *Nordics in Global Crisis. Vulnerability and Resilience*. Helsinki: The Research Institute of the Finnish Economy 2010, p 71.

5<sup>□</sup> *Den tyske ideologi*, 1845.

6<sup>□</sup> Karl Marx: Økonomisk-filosofiske Manuskripter. *Marx Engels Werke*. Berlin: Dietz Verlag 1962-68, Bd. 1, p 375.

7<sup>□</sup> og han kørte en række af sine yndlingsdigtere i stilling for at beskrive det, bl.a. Sofokles, Goethe, Pindar og Shakespeare (se H. Aage: *Karl Marx*, København: DJØF 2004, pp 44-49).

8<sup>□</sup> E.H. Carr: *The Bolshevik Revolution 1917-1923*, London: Macmillan 1952, Vol. 2, p 133.

9<sup>□</sup> E. Olsen: *Danmarks økonomiske historie siden 1750*. København: Gad 1967, p 258.

10<sup>□</sup> Det sagkyndige Råd nedsat af Finans Danmark og Forsikring & pension: *Nye Samfundsforudsætninger*, 26. november 2018; *Langsigtede forventninger til finansielle afkast*, november 2018.

11<sup>□</sup> Enhedslisten: *Vi har ikke råd til de private banker*. Notat, januar 2019.

12<sup>□</sup> Eugene Fama, 1965, citeret fra R. Frydman & M.D. Goldberg: *Efficient Markets: Fictions and Reality*. Paper presented at the Inaugural Conference of the Institute for New Economic Thinking. King's College, Cambridge 8-11 April 2010, p 3.

13<sup>□</sup> M.J. Sandel: *What Money Can't Buy. The Moral Limits of Markets*. London: Allen Lane 2012, pp 151-152.

14<sup>□</sup> S. Plesner: "Nobelprisen i økonomi 2013: Efficiente eller inefficiente markeder?" *Samfundsøkonomen* (nr. 3, oktober 2015): 45-50, p 45.

15<sup>□</sup> citeret fra R. Frydman & M.D. Goldberg, op.cit. p 3; jf. *The Economist*, 19 October 2013, pp 12,69, 2 November 2013, p 8.

16<sup>□</sup> som en vis Donald Trump; M. Møller & N.C. Nielsen: *Din Økonomi*. København: Børsens Forlag 2005, p 268.

17<sup>□</sup> *The Economist*, 26 January 2019, p 12; M. Møller & N.C. Nielsen: *Din Økonomi*. København: Børsens Forlag 2005, pp 119-140; S.A. Ross, R.W. Westerfield & B.D. Jordan: *Corporate Finance Fundamentals* (7th ed.). New York: McGraw-Hill Irwin 2007, pp 383-387; jf. *The Economist*, 26 January 2013, p 62; 2 November 2013, p 18; 7 December 2013, pp 13, 24-26.

- [18](#)<sup>□</sup> T.E. Copeland, J.F. Weston & K. Shastri, K.: *Financial Theory and Corporate Policy* (4th ed.). Boston: Pearson Addison Wesley 2005, pp 199-258.
- [19](#)<sup>□</sup> C.P. Kindleberger & R.Z. Aliber: *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crisis*, 5<sup>th</sup> ed. New York: Palgrave Macmillan 2005, pp 84-86.
- [20](#)<sup>□</sup> M. Møller & N.C. Nielsen: *Din Økonomi*. København: Børsens Forlag 2005, pp 265, 269.
- [21](#)<sup>□</sup> B. Scocozza: "More, Machiavelli, Marx, Mao og Mosen – et lille bidrag til utopiens historie". *Arbejderhistorie* (2001, nr. 1):61-70, p 63.
- [22](#)<sup>□</sup> T. Gylfason et al.: *Nordics in Global Crisis. Vulnerability and Resilience*. Helsinki: The Research Institute of the Finnish Economy 2010, p 99. *The Economist*, 2010.
- [23](#)<sup>□</sup> Før man går i gang med at investere, anbefales læsning af M. Møller & N.C. Nielsen: *Din Økonomi*. København: Børsens Forlag 2005.
- [24](#)<sup>□</sup> *The Economist*, 11 March 2017, p 10.
- [25](#)<sup>□</sup> Enhedslisten: *En finanssektor, som tjener flertallet. Enhedslistens forslag til strukturreformer i den danske finanssektor*, december 2018, december 2018, p 36; Enhedslisten: *Vi har ikke råd til de private banker*. Notat, januar 2019.
- [26](#)<sup>□</sup> se nærmere i fx T.E. Copeland, J.F. Weston & K. Shastri: *Financial Theory and Corporate Policy* (4th ed.). Boston: Pearson Addison Wesley 2005, pp 199-258; "Her er formlen for finanskrisen", *Børsen*, 27. december 2010.
- [27](#)<sup>□</sup> C.P. Kindleberger & R.Z. Aliber: *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*. Basingstoke: Palgrave Macmillan 2011, pp 11, 24-25.
- [28](#)<sup>□</sup> T. Gylfason et al.: *Nordics in Global Crisis. Vulnerability and Resilience*. Helsinki: The Research Institute of the Finnish Economy 2010, pp 59-64; Christen Sørensen: *Finanskrisen – kleptokratiets konsekvens*. København: Tiderne Skifter 2013, pp 28-36, 56-62; J. Rangvid et al.: *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*. København: Erhvervs- og Væktministeriet 2013, pp 75-83.
- [29](#)<sup>□</sup> P. Milgrom & J. Roberts: *Economics, Organization, and Management*. Englewood Cliffs: Prentice Hall 1992, pp 154,170-176.
- [30](#)<sup>□</sup> *The Economist* (11 October 2008): "A special report on the world economy: When fortune frowned", p 16.
- [31](#)<sup>□</sup> J.E. Stiglitz: *Globalization and its Discontents*. London: Penguin 2002, pp 7, 65-67.

[32](#)<sup>□</sup> DØR: "Liberaliseringen af de finansielle markeder: Samfundsøkonomiske konsekvenser", pp 81-134 i *Dansk Økonomi*, december 1994, p 123.

[33](#)<sup>□</sup> Paul Volcker, 8 December 2009; citeret fra T. Gylfason et al.: *Nordics in Global Crisis. Vulnerability and Resilience*. Helsinki: The Research Institute of the Finnish Economy 2010, p 99.

[34](#)<sup>□</sup> *The Economist*, 26 January 2019, p 12.

[35](#)<sup>□</sup> Pelle Dragsted, *Politikens kronik*, 19. december 2018.

[36](#)<sup>□</sup> Mario Nuti: "Socialismens opståen, fald og genopståen". *Kritisk Debat* 16. december 2018.

[37](#)<sup>□</sup> Pelle Dragsted i *Politiken*, 12. januar 2019.

[38](#)<sup>□</sup> *Kapitalen*, bd. 1, 1867, kap. 10 og 13; *Det kommunistiske partis manifest*, 1848.

[39](#)<sup>□</sup> Enhedslisten: *En finanssektor, som tjener flertallet. Enhedslistens forslag til strukturreformer i den danske finanssektor*, december 2018 pp 33, 34.

[40](#)<sup>□</sup> *ibid.* pp 42, 50.

[41](#)<sup>□</sup> *ibid.* p 56.

[42](#)<sup>□</sup> *The Economist*, 26 January 2019, p 68.

[43](#)<sup>□</sup> ifølge *Politiken*, 27. juni 2010; jf. Danmarks Nationalbank: *Beretning og regnskab 2003*, p 156.

[44](#)<sup>□</sup> Enhedslisten: *En finanssektor, som tjener flertallet. Enhedslistens forslag til strukturreformer i den danske finanssektor*, december 2018 pp 41-55.

[45](#)<sup>□</sup> *ibid.* p 33.

[46](#)<sup>□</sup> *ibid.* p 30.

[47](#)<sup>□</sup> Christen Sørensen i *Politiken*, 14. august 2018.

[48](#)<sup>□</sup> Finansministeriet: *Regneprincipper og modelanvendelse*, 2012, p 21; jf. Enhedslisten: *Den politiske regnemaskine. Rapport om Finansministeriets økonomiske antagelser og deres*

*politiske konsekvenser*, april 2018.

[49](#)<sup>□</sup> J.E. Stiglitz: "Rethinking macroeconomics: what failed and how to repair it". *Journal of the European Economic Association* 9 (August 2011, No. 4):591-645, pp 608,599,603.

[50](#)<sup>□</sup> *The Economist*, 14 January 2012, p 74.

[51](#)<sup>□</sup> C.P. Kindleberger & R.Z. Aliber: *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crisis*, 5<sup>th</sup> ed. New York: Palgrave Macmillan 2005, p 41.

[52](#)<sup>□</sup> Det sagkyndige Råd nedsat af Finans Danmark og Forsikring & pension: *Nye Samfundsforudsætninger*, 26. november 2018.