

Nobelprisen i økonomi 2022

Lando, David

Document Version
Final published version

Published in:
Finans/Invest

Publication date:
2022

License
Unspecified

Citation for published version (APA):

Lando, D. (2022). Nobelprisen i økonomi 2022. *Finans/Invest*, (6), 27-31. http://finansinvest.dk/wp-content/uploads/2022/11/FI06_2022_Nobelprisen-i-%C3%B8konomi-2022.pdf

[Link to publication in CBS Research Portal](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us (research.lib@cbs.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 15. Oct. 2024



Nobelprisen i økonomi 2022

Nobelprisen i økonomi blev i år givet til Douglas Diamond, Philip Dybvig og Ben Bernanke – tre forskere, som har bidraget afgørende til at forklare, hvad banker gør, og hvorfor de er vigtige. Jeg vil i denne artikel give en kortfattet gennemgang af bidragene og afslutningsvis trække linjer frem til Finanskrisen og diskussionen om bankers forretningsmodel.

AF FORFATTER



David Lando

Professor, Institut for Finansiering og FRIC, CBS
E-mail: dl.fi@cbs.dk

Douglas Diamond er professor i finansiering ved University of Chicago Booth School of Business, Philip Dybvig er professor i finansiering og bankvæsen ved University of Washington, St Louis' Olin School of Business, mens Ben Bernanke er tilknyttet tænketanken The Brookings Institution i Washington DC. Ben Bernanke har tidlige været tilknyttet blandt andet universiteterne i Stanford og Princeton, men vi kender ham især for hans otte år som chef for den amerikanske centralbank. Denne post fik han i starten af 2006, og han sad således ved roret, da verdens finansielle markeder var tæt på nedsmeltning efter Lehman Brothers konkurs i september 2008.

Det er særligt tre bidrag, som prisvinderne fremhæves for: Diamond og Dybvig (1983) forklarer i en simpel model, hvordan banker transformerer løbetid og likviditet, Diamond (1984) forklarer eksistens af banker ud fra stordriftsfordelen ved monitorering og evnen til at diversificere udlån, og Bernanke (1983) påviser med udgangspunkt i Depressionen i 1930'erne, at tab af bankforbindelser, og heraf følgende øgede omkostninger ved optagelse af lån, i sig selv kan medvirke til at forværre og forlænge økonomiske kriser.

Diamond-Dybvig-modellen

Diamond og Dybvigs afgørende bidrag er Diamond og Dybvig (1983), og deres model, som bærer deres navn, har været en fast del af banking-litteraturen lige siden. Modellens udgangspunkt er, at der i økonomien findes illikvide aktiver (projekter), som giver et godt afkast, hvis de holdes til udløb, men som giver et ringe afkast, hvis de likvideres før udløb. Der findes også et likvidt aktiv, som blot betaler det investerede beløb tilbage i næste periode. Private investorer er interesserede i at investere i projekterne, men de frygter, at de kan få brug for at forbruge inden projektet, de investerer i, er færdigt. Sker det, vil de skulle likvidere projektet, og på grund af den lave likvidationsværdi vil de få et lavere forbrug. Selvom der er udsigt til et højt afkast, hvis de holder projektet til udløb, så ville de foretrække en mere jævn fordeling af forbruget. En sådan udjævning kan en bank levere for en gruppe af investorer.

I modellen er der tre tidspunkter, $T=0$ (i dag), $T=1$ og $T=2$. Et illikvidt aktiv (et projekt) koster 1 at investere i til tid 0. Projektet udbetaler 2, hvis det holdes til udløb $T=2$, men likvideres det allerede til tid $T=1$, giver det kun 1 på det tidspunkt. Investorer

har hver 1 at investere til $T=0$, men de kan være af to forskellige typer: Type 1, som kun har glæde af at forbruge til tid 1, eller type 2, som kun har glæde af forbrug til $T=2$. Lad os antage, at der er 100 investorer, at 25 af dem er af type 1 og 75 af type 2. Vi tænker os, at alle kender andelen af investorer, der er af type 1 og type 2, men ingen ved, hvilken type de selv er. Nyttens af at forbruge c er $U(c)=1-1/c$, uanset om det sker til tidspunkt 1 eller 2. Lad os antage, at hver investor ønsker at strikke en forbrugs-pakke sammen, som maksimerer forventet nytte $0,25U(c1) + 0,75U(c2)$, hvor $c1$ er forbruget til tid 1, og $c2$ er forbruget til tid 2. Hvis hver investor investerer 1 i det illikvide aktiv, så vil den forventede nytte for hver enkelt være $0,25U(1) + 0,75U(2) = 0,375$, simpelthen fordi der er en sandsynlighed 0,25 for at skulle likvidere projektet for at få penge til forbrug til tid $T=1$.

En bank kan i dette setup agere mellemmand på følgende måde: Den samler investeringerne for alle agenterne, investerer 100 i det illikvide aktiv og tilbyder investorerne en bankkonto. Bankkontoen lover indskyderne at betale 1,28, hvis de ønsker indskuddet udbetalt til tid 1, og 1,813, hvis de trækker sig ud til tid 2. Dette betyder, at type 1-agenterne nu har 1,28 at forbruge til tid 1, mens type 2 har 1,813. Dette glatter forbruget lidt ud, og på grund af investorernes risikoaversion forbedres den forventede nytte til $0,25U(1,28) + 0,75U(1,813) = 0,391 > 0,375$. Banken kan levere på dette løfte, fordi den ved, at præcis 25 agenter vil komme og ønske 1,28 tilbage til tid 1, hvilket kræver likvidering af $25 \times 1,28 = 32$ enheder af det illikvide aktiv. Banken har så 68 enheder af det illikvide aktiv tilbage, som udbetaler i alt $2 \times 68 = 136$ til tid 2, og fordelt på 75 investorer giver dette netop 1,813 til hver. Banken har altså ageret som en mellemmand, som giver investorerne bedre risikospredning over tid. Og ingen investor har et incitament til at afvige fra strategien ovenfor, givet at alle andre investorer følger den. Det kaldes en Nash-ligevægt, og det er det ligevægtsbegreb, som modellen arbejder med.

Bank runs

Der er desværre også en anden Nash-ligevægt i modellen. En investor, der til tid 1 ved, at hun er af type 2, ønsker ikke at likvidere, hvis andre opfører sig som ovenfor. Men hvis hun tror, at de andre type 2-investorer af en eller anden grund vil trække bankindskuddet tilbage til tid 1 med henblik på blot at opbevare det til tid 2, så er det med at skynde sig hen i køen i banken. Der er ganske enkelt ikke nok til alle, hvis banken honorerer sit løfte så længe som muligt efter først-til-mølle princippet. Hvis alle investorer ønsker at trække penge ud til tid 1, så er der højst mulighed for at honorere $100/1,28 = 78$ investorer, og det kræver, at banken likviderer hele sin beholdning af illikvide aktiver. En type 2-investor ved, at der i dette tilfælde intet vil være til de tålmodige, så det er bare med at komme hen i køen, og i den kø får de sidste 22 intet. Det er et meget trist udfald, men givet at

alle andre agenter er lemminger, betaler det sig også bedst selv at være en lemming.

Hermed er vi nået frem til kernen i den simpleste udgave af Diamond-Dybvig-modellen: Banker kan forbedre hver enkelt agents nytte ved at agere mellemmand mellem entreprenører, som gennemfører langsigtede profitable projekter, og investorer. Investorerne vil gerne have del i afkastet på projekterne, men de ønsker samtidig adgang til likviditet i form af en anfordringskonto. En bank kan levere denne kombination til investorerne, men forretningsmodellen indebærer også en risiko for et "bank run" – altså at alle indskydere ønsker deres indskud tilbage på samme tidspunkt. Denne mulighed er måske nemmere at forestille sig, hvis vi ikke antager, at andelen af type 1-forbrugere er kendt på forhånd af alle, men er stokastisk. Hvis andelen af investorer, der skal bruge likviditet til tid 1, er "overraskende høj", kan det gøre resten nervøse. Diamond og Dybvig analyserer metoder til at undgå runs, når antallet af type 1-agenter ikke er kendt på forhånd. Metoderne er indefrysning af bankindskud (suspension of convertibility) og en form for indskydergaranti, som i realiteten er en skat, der omfordeler midler mellem indskyderne.

Indskydergarantier

Indskydergarantier har naturligvis været kendt længe før Diamond og Dybvig, og de er i dag implementeret overalt som en garanti på indskud op til en vis størrelse. I EU er indskud op til 100.000 EUR således garanteret, og i USA er grænsen 250.000 USD. Garantierne gør, at ingen almindelig indskyder har et incitament til at kræve sit indskud tilbage, uanset hvad andre kunder i banken gør. For større bankkunder med store indskud skulle krav til bankers beholdninger af likvide aktiver gerne sikre, at en bank kan klare sig igennem stress-perioder med pludselige udtræk eller mangel på ny funding ved at sælge ud af likvide beholdninger. Indefrysning af indskud er ikke et værktøj for almindelige banker. Tværtimod har al den nye lovgivning om bankrestrukturering (BRRD i Europa) som et primært formål at sikre, at almindelige indskydere ikke mister adgang til deres konti, selv når deres bank er under afvikling.

Banker og stordriftsfordele ved monitorering

I Diamond-Dybvig-modellen er der ingen usikkerhed i det illikvide aktiv: Hvis det holdes til udløb, er det en god forretning. Et eventuelt dårligt afkast skyldes udelukkende utålmodige investorer. I praksis er projekter risikofyldte. Entreprenørers projekter er fulde af risici, husejere kan blive insolvente på grund af husprisfald eller arbejdsløshed. Ofte er der en grad af asymmetrisk information mellem långivere og låntagere, som betyder at långivere ikke ved lige så meget som låntager om det projekt eller aktiv, der ydes lån til. I ekstreme tilfælde kan låntager skjule cash flows for långiver og vælge ikke at betale tilbage, selvom cash flows er tilstrækkelige. Første skridt i Diamonds (1984) analyse er at vise, at en gældskontrakt med tvungen likvidering af projektet, hvis ikke hele hovedstolen betales tilbage, med fordel kan bruges i forbindelse med finansieringen af et projekt, hvor långiveren ikke har mulighed for at verificere, hvad låntager tjener på sit projekt.

En simpel gældskontrakt uden monitorering

Antag at et projekt koster 1 at finansiere i dag, og at det i næste

periode betaler enten 1 eller 1,4 tilbage. Antag at det høje payoff sker med sandsynlighed 0,8 og det lave med sandsynlighed 0,2. Vi er interesseret i at finde en finansieringsform, som giver låntager incitament til at betale den fulde hovedstol tilbage, når det går godt. Lad mig ligesom ovenfor give løsningen uden at diskutere i detaljer, hvorfor andre former for finansiering ikke virker. Antag, at långiver likviderer projektet, hvis låntager ikke betaler lånet fuldt tilbage, og at hele værdien forsvinder ved likvidation.¹ En yderligere simplificerende antagelse er, at långiver vil have et forventet afkast på 5%. Et lån med hovedstol 1,3125 vil under de antagelser have værdien $0,8 \times 1,3125 / 1,05 = 1$ for långiver. Det er nok til at finansiere projektet, og låntager har et incitament til at betale tilbage, når projektet går godt, for ellers bliver projektet bare likvideret, og al værdi forsvinder. Den ubetingede likvidation afholder låntager fra at lave numre, og så længe långiver får et stort nok afkast i den gode tilstand og derved kompenseres for forventet tab ved likvidation, så er også långiver tilfreds. Men det er klart, at der er et værditab som følge af likvidationen, og måske kunne man have sikret bevarelse af nogen værdi, selv i den dårlige tilstand. Diamond modellerer værdien af løbende at holde øje med selve projektet – som vi vil kalde monitorering – præcis ved, at der i tilfælde af likvidation er nogen værdi tilbage til långiver.

Bankers monitorering

Man kan forestille sig mange måder, hvorpå en bank kan have ekspertise i at monitorere lån. Den kan have stærke forudsætninger for at vurdere et projekts rentabilitet, anslå værdien af sikkerhedsstillelse og sørge for løbende indkrævning og opfølgning, hvis nøgletal forværres, eller rentebetalinger udebliver, og der er uden tvivl lavet modeller, der inkluderer en eller flere af disse egenskaber. Men i Diamonds model ændrer egenskaberne ved selve projektet sig ikke som følge af monitorering – det er kun betalingen i likvidation, der ændrer sig ved nu at være 1 i stedet for 0 til den likviderende långiver. Hvis hovedstolen er over 1, er der således stadig et tab for långiver, men hele hovedstolen går ikke tabt.

Monitorering koster penge, og det må afvejes, om omkostningen ved at monitorere opvejer gevinsten ved det formindskede tab ved likvidering. Det er let at sætte et regnestykke op, hvor det betaler sig for en stor långiver at monitorere, fordi nutidsværdien af den reducerede omkostning ved likvidation mindskes. Her er der ikke brug for en bank. Men når mange små investorer går sammen om at finansiere et stort projekt, kan der blive brug for en mellemmand, fordi det ville være meget omkostningsfuldt for hver enkelt lille investor at betale for at få lånet monitoreret. Det er oplagt, at omkostningen pr. låntager kan mindskes, hvis de går sammen om en form for overvågning og deler omkostningen.

Når en bank går ind som mellemmand, opstår imidlertid behovet for at overvåge banken på vegne af långiverne. Hvordan sikrer man, at banken har et incitament til at monitorere

1. Det er måske en lidt irriterende ekstrem antagelse, hvis man er vant til at anvende en optionsbaseret tilgang til gæld, hvor låntager overtager virksomhedens aktiver ved fallit. Men den tradition af corporate finance modeller, som Diamond arbejder i, kan godt lide at skrælle antagelserne helt ind til benet.

på vegne af låntagerne, og at banken ikke skjuler værdier for långiverne? Det viser sig nu, at hvis banken diversificerer sin udlånsportefølje over flere uafhængige (men stadig store) projekter, så kan banken og långiverne lave en gældskontrakt magen til den, som vi så ovenfor, hvor banken er låntager, og indskyderne ikke monitorerer banken men blot garanterer at likvidere, hvis banken ikke betaler fuldt tilbage. Der er plads til, at långiverne (altså bankens indskydere) får det ønskede forventede afkast, at der betales omkostninger til monitorering, og at der er en fortjeneste tilbage til banken. Løsningen kan man finde enkelt forklaret i Diamond (1996), men jeg vil ikke vise den i detaljer her. Han argumenterer videre for, at jo bedre banken diversificerer sig, jo bedre er indtjeningen for banken. I det hele taget har banken en interesse i at undgå risiko, som den ikke kan diversificere væk, eventuelt ved at hedge. Dette beskriver meget enkelt, hvordan en veldrevet bank tjener på gebyrer og spreads men ikke på at tage væddemål om rentebevægelser eller valutakurssvingninger.

Bankers rolle under Depressionen

Depressionen i 1930'erne var en enestående hård og langvarig økonomisk krise, og som ved de fleste kriser var der flere faktorer, der forårsagede den. Et af Milton Friedmans mange afgørende bidrag til økonomisk tænkning var sammen med Anna Schwartz at sandsynliggøre, at en fejlslagen politik fra den amerikanske centralbank, The Federal Reserve (herefter The Fed) ved flere lejligheder i perioden 1928-1933 var afgørende for, at krisen blev så dyb og så langvarig, se Friedman og Schwartz (1963).

Den amerikanske økonomi var allerede i recession i 1927 og nåede ifølge National Bureau of Economic Research bunden allerede i november samme år. I en økonomi uden det mindste tegn på inflation valgte The Fed i 1928 at føre en meget restriktiv monetær politik med højere renter og en drastisk reduktion i pengemængden. En vigtig årsag til dette var en bekymring for, at der på Wall Street foregik for megen "spekulation" i aktiemarkedet, og at kredit blev brugt til at finansiere aktiekøb. Aktiemarkedet steg kraftigt igennem 1928 og det meste af 1929, men ifølge Friedman og Schwartz førte den restriktive pengepolitik til et fald i produktion, priser og indkomster i efteråret 1929, så hvad der måske kunne have været en mere almindelig korrektion af et overophedet aktiemarked blev i stedet til et stort krak i løbet af en række 'sorte dage' i slutningen oktober 1929. Fra sit topniveau i september 1929 til den foreløbige bund i november i 1929 faldt Dow Jones Industrial Average med ca. 40%, og da det nåede bunden i 1932, havde det tabt 89% i forhold til topniveauet. Aktiekrakket og andre senere episoder førte til en ekstrem mængde af bankkonkurser. Da der endnu ikke fandtes en indskydergaranti i USA (den indførte Roosevelt først – tøvende – med virkning fra 1934), så var der betydelige formuetab også hos almindelige bankkunder, som yderligere svækkede den økonomiske aktivitet. Men mere centralt for Friedman og Schwartz' pointe er, at kunder trak kontanter/likvider og guld ud af deres banker simpelthen for at ligge inde med valuta (penge eller guld under madrassen, om man vil). Dette betød, at de overlevende banker måtte reducere deres kreditgivning. Banker, der yder illikvide lån og i den forbindelse tilskriver kunder indskud, skal have en vis mængde rigtige centralbankpenge for at kunne imødekomme udtræk fra kunder. Jo færre centralbank-

penge, jo mindre kredit kan en bank yde. Her skulle The Fed ifølge Friedman og Schwartz i stedet have øget mængden af centralbankpenge for eksempel ved at foretage opkøb i markedet, og den kunne have forhindret bankfallitter, den heraf voldsomme kontraktion i mængden af kredit og det heraf følgende fald i efterspørgsel og output samt stigende arbejdsløshed og deflation.

Bernanke er, som vi vil se nedenfor, enig i denne udlægning, men han påpeger i Bernanke (1983) endnu en konsekvens af de mange bankfallitter – og det er dette bidrag, Nobelkomiteen har hæftet sig særligt ved. Når banker går ned, mister låntagere deres bankforbindelse, og det er ikke uden omkostninger at finde en ny. For nogle virksomheder er det måske umuligt. Manglende adgang til noget så basalt som en kassekredit kan gøre det umuligt at drive en virksomhed, og skulle det lykkes at få en ny bank, forlanger banken måske en højere rente, fordi låntager ikke har en historik med den nye bank. Bernanke argumenterer for, at omkostningerne, der følger af selve tabet af bankforbindelser, bidrog til den langvarige og dybe recession udover faldet i pengemængden og kredit, som påpeget af Friedman og Schwartz (1963).

Bernanke underbygger sin analyse med regressioner, der forsøger at forklare vækst i industriproduktionen. Han viser, at variable, som indikerer øgede låneomkostninger, øger forklaringsgraden i forhold til regressioner, hvor alene uforudsete chok til pengemængde og priser indgår. Hans foretrukne mål øgede låneomkostninger er mængden af indskud i banker, som går fallit, og gæld i virksomheder, som går fallit. Når virksomheder går fallit, stresser det de banker, som har lånt til dem, og det betyder øgede lånesatser. Og når banker går fallit, lider indskydere tab og de skal finde nye bankforbindelser, hvilket også øger låneomkostningerne. Bernanke undersøger også forskellige andre mål som en slags robusthedstest, heriblandt kreditspændet mellem Baa-ratede erhvervsobligationer og renten på statsobligationer.

Simple modeller

Hverken Diamond-Dybvig-modellen eller Diamonds model om delegeret monitorering bygger på dyb og indviklet matematik. Ovenstående gennemgang er ganske vist baseret på simplificerede versioner af deres originalpapirer, men der er i teknisk henseende ikke langt op til de originale artikler. På samme måde bør de regressioner, som udgør det tekniske indhold i Bernankes artikel, kunne udføres af enhver kandidat i økonomi. Kan det virkelig passe, at noget "så enkelt" skal have Nobelprisen? Hertil kan man sige, at tusindvis af forskere i økonomi har forsøgt at lave simple modeller for alt muligt, men det er kun et fåtal, der lykkes med at få os til at tænke på en ny måde og meget klarere over et vigtigt økonomisk emne. Modigliani og Millers arbejde om kapitalstruktur har samme karakter. Efter at det er lavet, virker det selvfølgelig og naturligt, men det skyldes netop, at arbejdet rammer rent. Det er også kun de mest vellykkede modeller, som inspirerer generationer af forskere til at tænke over alle mulige varianter og udbygninger. Årets tre prismodtagere har ubestrideligt været en afgørende inspirationskilde for tusindvis af økonomer.

Havde vi glemt Diamond-Dybvig i 2008?

Modtagerne af årets Nobelpris har haft afgørende indflydelse på

både den teoretiske og empiriske analyse af bankers betydning. De videre tråde kan læses af den udførlige og velskrevne videnskabelige baggrund, jf. NobelPrize.org (2022).

Diamond-Dybvig-modellen giver en simpel og klar ramme, i hvilken man kan tænke på både løbetidstransformation og likviditetstransformation. Begge transformationer følger af, at banker kan modtage likvide midler og kanalisere dem over i illikvide og langtløbende projekter, hvorved indskyderen får del i projekternes afkast uden at miste umiddelbar adgang til sit indskud. Banken kan også transformere illikvide aktiver til likvide aktiver (penge) ved at yde lån mod sikkerhed fx i fast ejendom eller produktionsapparat. Forretningsmodellen indebærer dog en risiko for bank runs, og erfaringen fra Depressionen viser, at disse kan have fatale følger for hele økonomien. Alt dette vidste Bernanke godt, da han sad som Feds øverste chef, så hvordan kunne vi alligevel ende i så dyb en krise?

Svaret er formentlig, at løbetids- og likviditetstransformationer skete i et voldsomt omfang uden for de traditionelle bankaktiviteter, og at der ikke var nogen, der havde et samlet overblik over, hvor stort et omfang de havde. Lehman Brothers' ultrakorte (dag-til-dag) finansiering i repomarkedet havde et enormt omfang, og da modparterne pludselig ikke ville stille op længere, havde det samme effekt som et massivt run på Lehman Brothers. Runs fandt også sted i Money Market Mutual Funds og i markedet for Asset Backed Commercial Papers, og andre former for likviditetsstress indtraf på grund af øgede krav om sikkerhedsstillelse i kollateraliserede handler. Meget af dette foregik i det såkaldte "shadow banking" system, som ikke faldt ind under traditionel bankregulering.

Kunne man have undgået en så dyb krise ved at redde Lehman Brothers? Det er svært at tro, at den voldsomme gearing og transformation af løbetid og likviditet, som var opbygget i systemet, ikke ville have udløst en alvorlig krise, selv med Lehman intakt. Bernanke mener desuden, at det ville have været ulovligt at redde Lehman Brothers, men da krakket skete, og chokbølgerne bredte sig i voldsom hast, var han hurtig til at reagere med mange kreative og utraditionelle programmer, alle med det formål at undgå en gentagelse af likviditetskrisen i 30'erne. Sammenfattende kan man sige, at de fleste aktører forstod den risiko for runs, som investering i illikvide aktiver med likvid funding indebærer, men ingen havde overblik over, hvor stor en risiko for runs, der lå uden for det traditionelle banksystem. Da korthuset begyndte at vakle, var det for sent til at undgå en krise, men netop indsigt fra Depressionen og andre tidligere kriser bevirkede, at vi ikke fik et egentligt sammenbrud.

Megen regulering er siden blevet gennemført for at sikre, at risiko ikke bygger sig op under radaren på samme måde, som før Finanskrisen, og at der holdes kapital- og likviditetsbuffer for de risici, som kan måles.

Narrow banks

Den kraftige regulering og overvågning af banksektoren viser, at den delegerede monitorering fra indskydere til bankerne ikke virker som i Diamonds simple model. Den simple gældskontrakt mellem banken og indskyderen duer ikke i praksis, fordi der er for store eksternaliteter, hvis banker går ned, og fordi der kan være incitament for bankens ansatte til at tage en for høj risiko. Derfor har vi regulering. Men er mængden af regulering efterhånden blevet så omfangsrig, at bankernes og samfundets

udgifter til compliance simpelthen er blevet for høje? For eksempel diskuteres det i USA, om det skærpede gearingskrav til storbankerne, den såkaldte Supplementary Leverage Ratio, i realiteten begrænser bankernes handelsfunktioner så kraftigt, at det går ud over likviditeten i de kritisk vigtige markeder for amerikanske statsobligationer, se for eksempel Duffie (2018).

Mere generelt har debatten om såkaldte "narrow banks", som egentlig altid ligger i baggrunden og simrer, fået fornyet kraft. Der er mange modeller for narrow banking, men grundtanken er, at en narrow banks aktiver er risikofri, for eksempel fordi banken kun investerer i ultrasikre statsobligationer eller kun har aktiver i form af indskud i centralbanken, som så betaler en (positiv) rente. For en sådan bank er en indskydergaranti overflødig. Kunderne har en konto, som kan håndtere betalinger og fungere som likviditetsreserve, men de har intet incitament til at lave et "run". Banken vil ikke have komplicerede kapitalkrav at skulle håndtere, og den kraftige besparelse i omkostninger skulle så gerne resultere i, at indskyderne kan få en rente tæt på renten på statsobligationer eller den rente, centralbanken giver. I en tid med negative renter ville dette interessant nok tvinge banken til at have negative renter på alle indskud og fjerne alle dens forklaringsproblemer overfor indskyderne i forbindelse med opkrævning af negative renter. En narrow bank, som holder indskud i centralbanken, ligner desuden til forveksling en implementering af en digital centralbankvaluta, hvor den direkte kundeforhold stadig ligger hos banken, men det vil føre for vidt her at gå ud af den tangent.

En narrow bank kan ikke give en kassekredit og ikke yde lån. Disse må flyttes over i andre institutioner, og et vigtigt spørgsmål er, om en banks nære kendskab til kundernes transaktioner indeholder så megen information, at det er en fordel for kunde og bank, at lån ydes samme sted, som transaktionerne foregår. En interessant diskussion af dette er Rajan (1998), der viser, hvordan der altid har været et pres på narrow banks til at udvide forretningsområdet til også at omfatte kreditgivning. Og hvad med yderligere udvidelser? Er det også en fordel for virksomhederne at have adgang til mere avancerede bankydelser (valutahedging, renteaftækning, M&A rådgivning, børsnoter, etc.) samme sted, som de har deres lån? Eller giver investeringsbankaktiviteter for mange komplicerede risici, som i sidste ende kan kompromittere bankens evne til at yde de klassiske bankydelser i form af betalinger, indskud og lån? Denne diskussion er på ingen måder landet.

Bernankes undskyldning

Som et sidste kuriosum og med særlig relevans i en tid, hvor det er meget på mode med undskyldninger for fortidens ugerninger, er det bemærkelsesværdigt, at Ben Bernanke i sin tale ved Milton Friedmans 90-års fødselsdag i 2002 gav Friedmans monetære forklaring af Depressionen den ultimative anerkendelse, da han afsluttede talen ved at sige følgende:

Let me end my talk by abusing slightly my status as an official representative of The Federal Reserve. I would like to say to Milton and Anna: Regarding the Great Depression. You're right, we did it. We're very sorry. But thanks to you, we won't do it again.

Ben Bernanke kan ikke have anet, i hvor høj grad han ville blive testet på dette løfte i forbindelse med Finanskrisen. Selvom mange har været kritiske over den politik, som blev ført af

The Fed op til Finanskrisen, så er det nok stadig de fleste, der var lettede over, at det var Bernanke, der sad ved roret, da Lehman Brothers kollapsede. Det er svært at forestille sig en økonom, som var bedre rustet til rollen.

Litteratur

- Bernanke, Ben S., 1983: Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression. *American Economic Review*, 73, s. 257-276.
- Bernanke, Ben S., 2002: Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Conference in Honor of Milton Friedman, University of Chicago, November 8, 2002. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021108/>.
- Diamond, Douglas W., 1996: Financial Intermediation as Delegated Monitoring: A Simple Example. *FRB Richmond Economic Quarterly*, 82, s. 51-66, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2125936>.
- Diamond, Douglas W., 1984: Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *The Review of Economic Studies*, 51, s. 393-414.
- Diamond, Douglas W., 2007: Banks and Liquidity Creation: A Simple Exposition of the Diamond-Dybvig Model. *Economics Quarterly*, 93, s. 189-200.
- Diamond, Douglas W. og Dybvig, Philip H., 1983: Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*, 91, s. 401-419.
- Duffie, Darrell, 2018: *Post-Crisis Bank Regulations and Financial Market Liquidity*. Baffi lectures, Tilgængelige på darrellduffie.com.
- Friedman, Milton og Anna J. Schwartz, 1963: *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press.
- NobelPrize.org. Nobel Prize Outreach AB, Scientific Background, 2022: *Financial Intermediation and the Economy*, <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2022/advanced-information/>.
- Rajan, Raghuram G., 1998: *The Past and Future of Commercial Banking Viewed Through an Incomplete Contract Lens*. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 30, No. 3, Part 2: Comparative Financial Systems, s. 524-550. ■

Læn dig tilbage ...

... og modtag beregnede priser på samtlige likvide og illikvide danske obligationer!

- Uafhængig og præcis service
- Alle priser i ét feed
- Levering intradag og end-of-day
- Grundig dokumentation af alle aspekter

Vi bistår nogle af de største investorer i dansk realkredit. Kontakt os i dag og hør mere om, hvordan vi også kan hjælpe dig.



+45 86 205 210



info@scanrate.dk



www.scanrate.dk

SCANRATE