

Det finansielle system i et bæredygtighedsperspektiv

Seminar i NETØK og DIST 15. april 2016

Inge Røpke

Aalborg Universitet

Center for design, innovation og bæredygtig omstilling

Ny dagsorden

- Finansiering var ikke et hot emne for miljøfolk før 2008
- Med enkelte undtagelser...
- Den finansielle krise var et wake-up call: finansielle forhold har stor betydning for miljø og bæredygtig omstilling
- Demokratisk problem: systemernes kompleksitet, utilgængeligt sprog, stærke dogmer

For vigtigt til at overlade
til de indviede

Store adgangsbarrierer:
ud på dybt vand...

Det finansielle system og bæredygtighed

To forskellige vinkler:

- 1) Hvordan håndterer det finansielle system miljøet?
- 2) Hvad betyder det finansielle systems funktionsmåde set fra et miljøperspektiv?

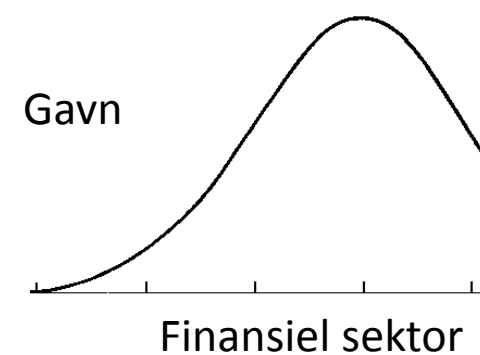
Det finansielle systems håndtering af miljø

- UNEP FI (The United Nations Environment Programme Finance Initiative) siden 1992: vi bør også være med
 - Fx principper for ansvarlige investeringer og ansvarlig forsikring
- Hvordan kan banker og forsikring tage højde for **miljørelaterede risici** (strandede aktiver, også i fx landbrug)?
 - Investorer har organiseret initiativer for at sikre øget åbenhed og rapportering om risici hos låntagere og banker
- Hvordan skaffe **finansiering** til grønne investeringer?
 - Global Alliance for Banking on Values
 - Grønne obligationer, fx klimaobligationer:
 - Udstedes af stater, store banker, virksomheder
 - Købes af pensionselskaber, fonde mv.
 - Udfordring: hvad er grønt? Standardisering, certificering, sekuritisering
 - Rating: høj rating nødvendig for fx pensionselskaber
 - Regulering: skatterabat, vægtning, garantier, krav til pensionselskaber
 - Nogle børser har frivillige retningslinjer ved aktieemissioner
 - Nogle institutionelle investorer forpligter sig

Problemerne med systemets funktion

- Det finansielle system bidrager til
 - ustabilitet og kriser også i realøkonomien
 - ulighed nationalt og globalt
 - investeringer i forkerte retninger set fra et miljøperspektiv
 - dræn på statskassen
 - forkert anvendelse af intellektuelle og andre ressourcer
 - undergravning af demokratiet

Udbredt problemopfattelse



- UNEP 2015: *The financial system we need. Aligning the financial system with sustainable development*. Elementer hos OECD, IMF
 - Den finansielle sektor er blevet for stor og for kompleks
 - Indtjening på finansielle transaktioner understøtter ikke realøkonomien, fx investeringer i langsigtet infrastruktur
 - Kreditmængden er for stor bl.a. pga. skattefavorisering af lån frem for aktiekapital
 - Ustabilitet pga. kortsigtethed (kvartalskapitalisme) og høj gearing
 - Virksomheder investerer ikke nok i realøkonomien. Aktietilbagekøb er kortsigtet
 - Manglende kredit til udviklingslande
 - Sektoren bidrager til øget ulighed
- UNEP bruger ”complex adaptive systems”. Håber at mange mindre ændringer tilsammen kan ændre systemet radikalt
- Men de alvorlige problemer sniger sig kun delvis ind i forslagene

Eksempler fra UNEPs buket

- Rapportering om bæredygtighed. Transparens, krav og standarder
- Bæredygtighedskrav til finansielle institutioner
- Inddrage miljø i relation til kapitalkrav
- Sikre adgang til kapital for grønne virksomheder. Grønne investeringsbanker og fonde
- Begrænse udlån til miljøskadelige aktiviteter
- Grøn Quantitative Easing: opkøb af grønne papirer
- Sikre bedre konkurrencebetingelser for værdibaserede finansielle institutioner
- Fremme diversitet af finansielle institutioner
- "Right sizing" af finansielle institutioner
- **Godt, men utilstrækkeligt**

Baggrunden for problemerne

- Nødvendigt at dykke mere ned i baggrunden for problemerne
- Opdeles i to
 - generelle mekanismer bag bobler og finansielle kriser
 - særlige karakteristika ved en fase af kapitalismen

Generel beskrivelse af finansielle kriser

- Minsky's model:
 - Eksogent chock (fx en innovation med omfattende effekter) kombineret med afsvækkede minder om tidligere kriser
 - Det finansielle system er klar til at understøtte boomet med øget kredit
 - Efterspørgslen efter genstanden for spekulation stiger
 - Priserne stiger, når efterspørgslen møder kapacitetsgrænsen
 - Positiv feedback loop: aktivet som sikkerhed
 - Stadig mere risikable lån: forventning om at stigende pris på aktivet kan sikre tilbagebetaling
 - "Minsky moment"

Statslig regulering før og under en krise

- Nyttigt at begrænse kreditudvidelsen, men det er svært
 - Omløbshastighed for penge øges
 - Nære substitutter for penge opstår
- Dilemma i håndtering af krisen
 - Uden intervention bliver panikken og skaderne på realøkonomien værre
 - Med intervention (udlåner i sidste ende) øges 'moral hazard': næste gang tager aktørerne endnu større risici
- Minsky endogeniserer politikerne

En særlig fase af kapitalismen

- Mere end deregulering pga. hukommelsestab ift. 1930erne
- Finansialisering (Minsky: money manager capitalism): den finansielle sektor vokser ift. økonomien i øvrigt
 - Sammenbruddet i Bretton Woods systemet. Deregulering af internationale kapitalstrømme. Ikke behov for at forsvare flydende valutakurser
 - Gradvis hjemlig liberalisering: med frie kapitalbevægelser bliver hjemlige restriktioner ineffektive
 - Finansiell innovation, stimuleret af øget usikkerhed samt skatteunddragelse fra slutningen af 1960erne. Skyggebanker
 - Kortsigtethed, shareholder value, kvartalskapitalisme
 - Stadig flere aktiver gøres til genstand for spekulation
 - Stor del af aktiviteten er intern handel inden for sektoren selv

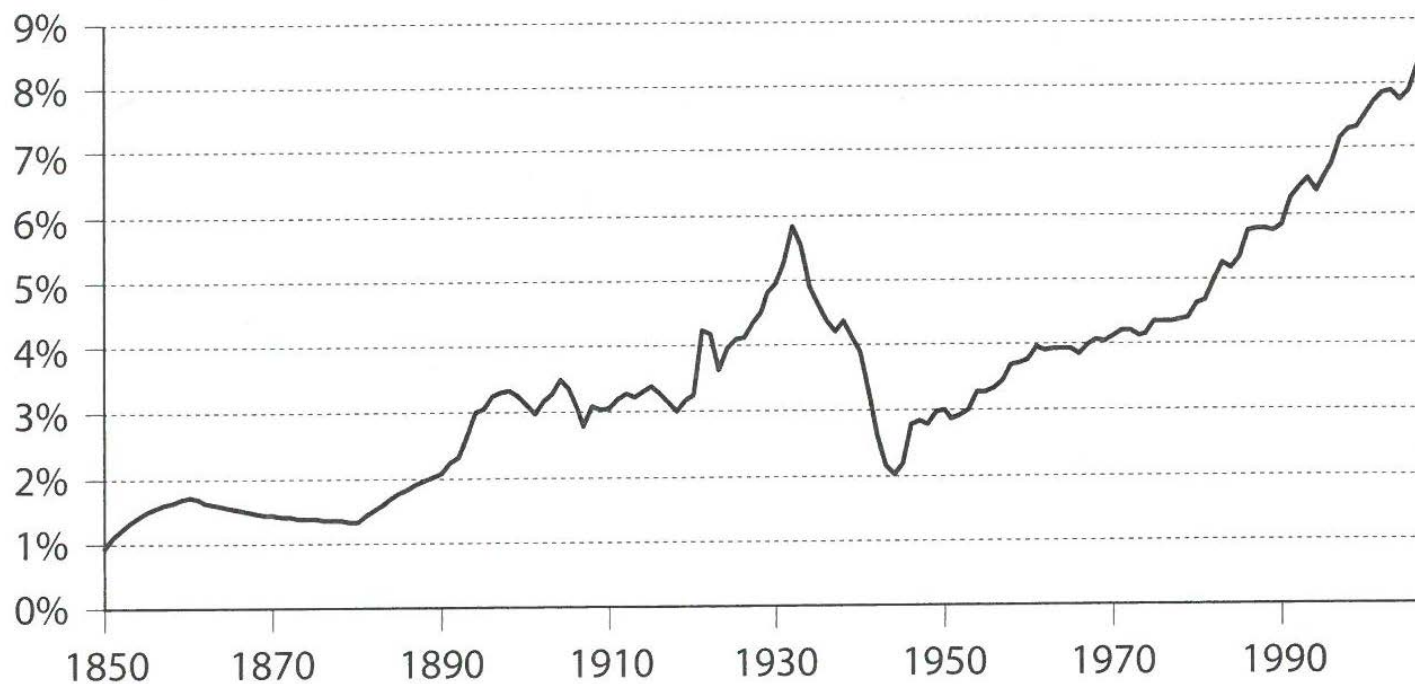


Figure 1.1. Share of the financial industry in U.S. GDP

Source: Philippon (2008) (as referenced by Haldane, Brennan, and Madouros 2010). Used with permission.

Sektoren fylder meget mere

Adair Turner: *Between Debt and the Devil* s. 21

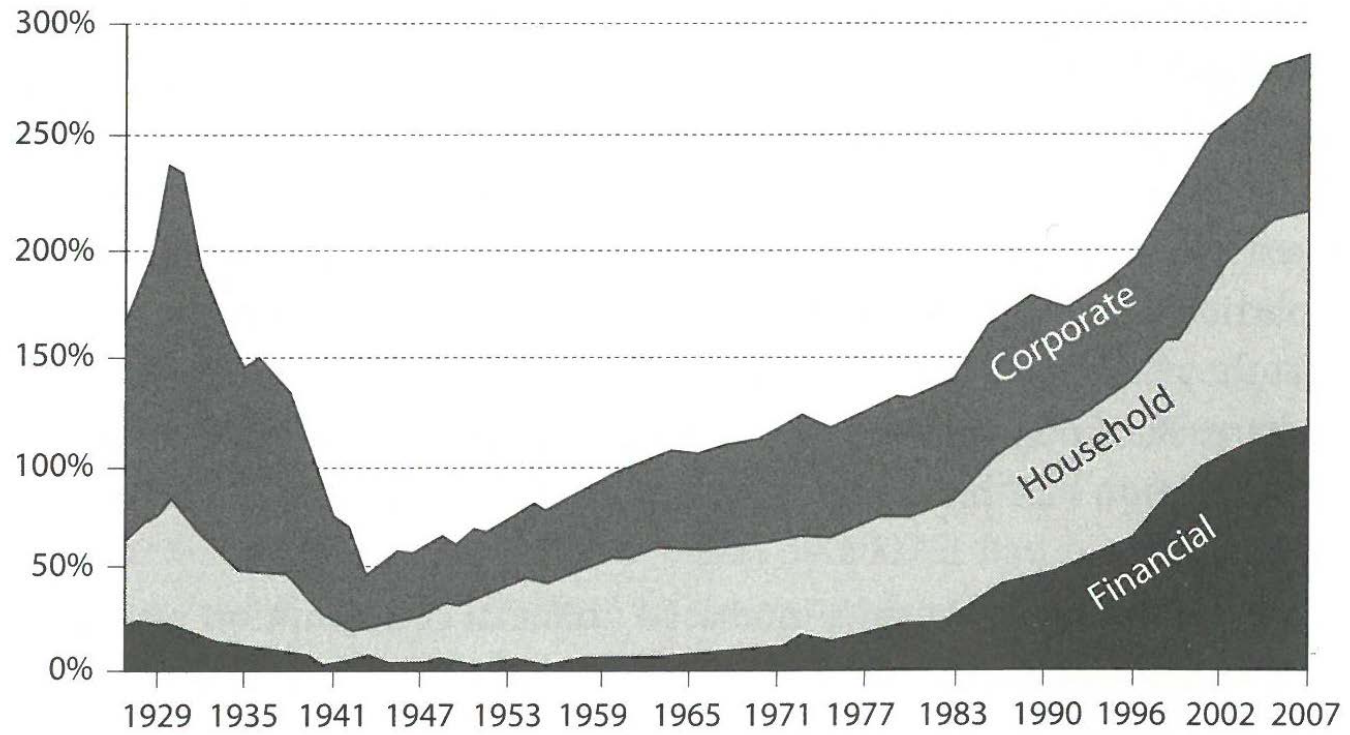


Figure 1.3. U.S. debt as a percentage of GDP by borrower type

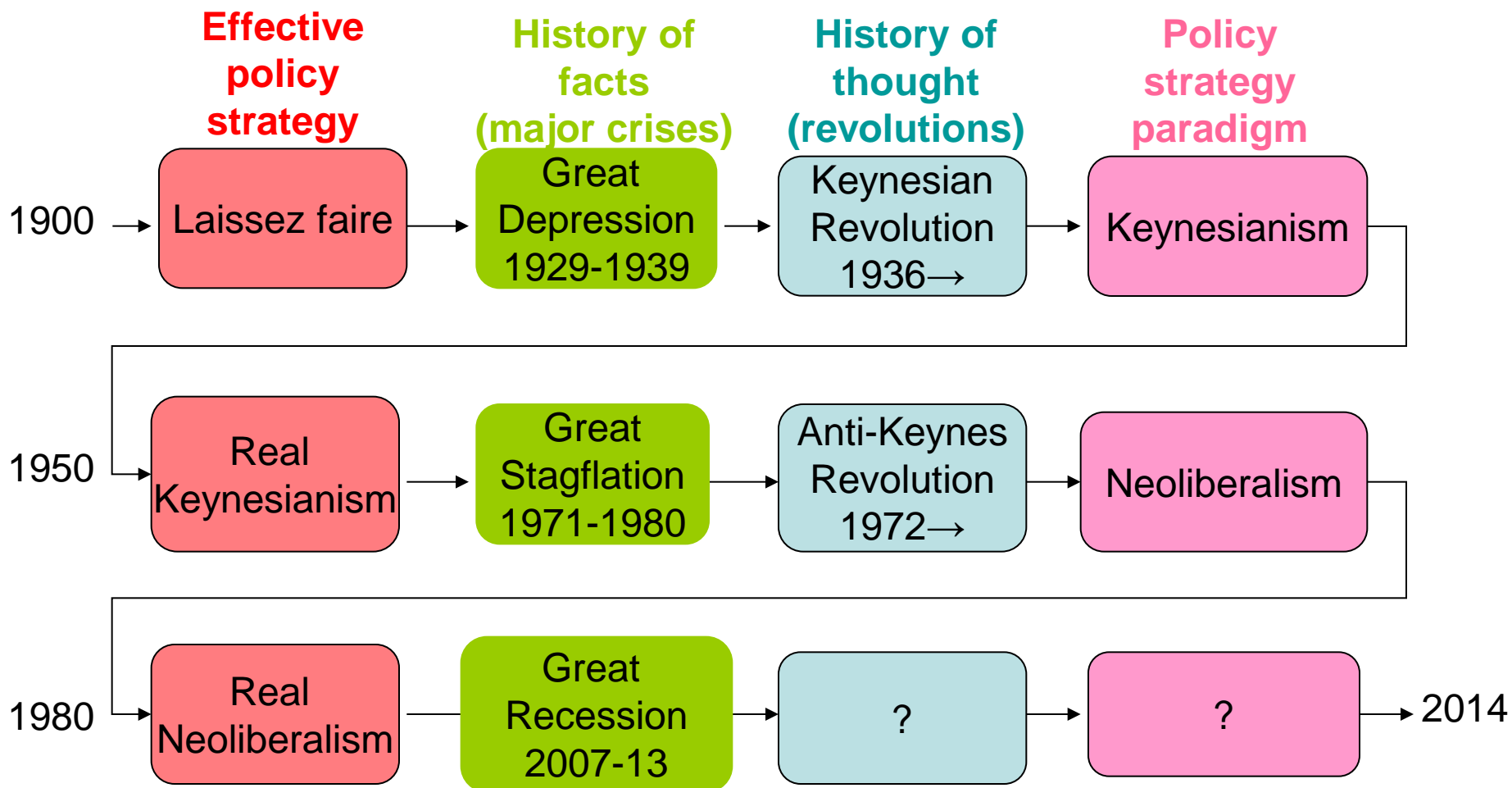
Source: Oliver Wyman.

Kreditcyklen på steroider: stor del af aktiviteten er intern handel inden for sektoren selv. Et nulsumsspil, der absorberer reale ressourcer

Adair Turner: *Between Debt and the Devil* s. 24

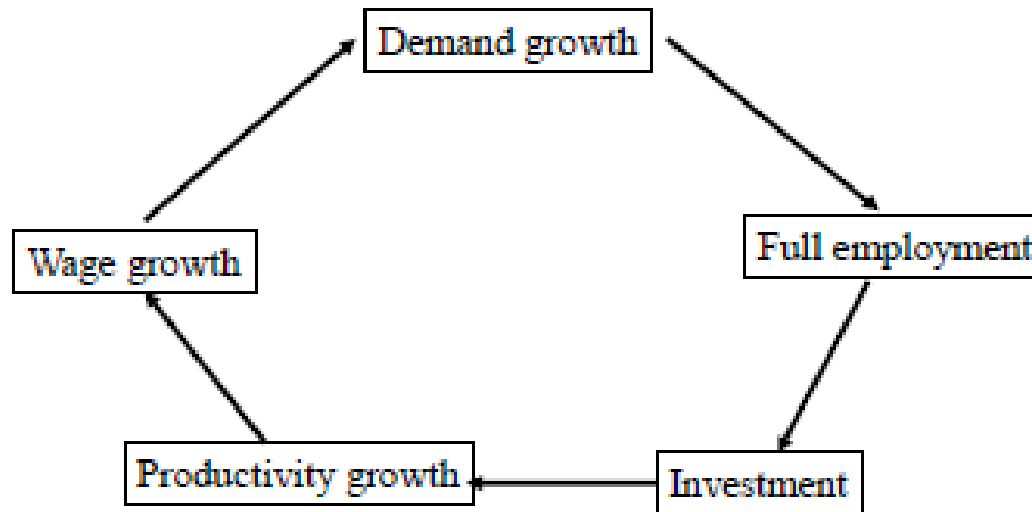
Finansialiseringen bidrager sammen
med anden politik til øget ulighed:
et skift i vækstmodel

Development paradigms and trajectories



Source: Vercelli, 2011, *Economy and Economics: The Twin Crises*, in Brancaccio, E. and G. Fontana, eds., *The Global Economic Crisis. New perspectives on the critique of economic theory and policy*, Routledge

Figure 4. The 1945 – 75 virtuous circle Keynesian growth model.



Palley, T.I. 2015, *Inequality, the financial crisis and stagnation: Competing stories and why they matter*, IMK, Hans Böckler Stiftung, Düsseldorf.

Sårbarhed: inflationært pres, offentlige udgifter, bureaukrati

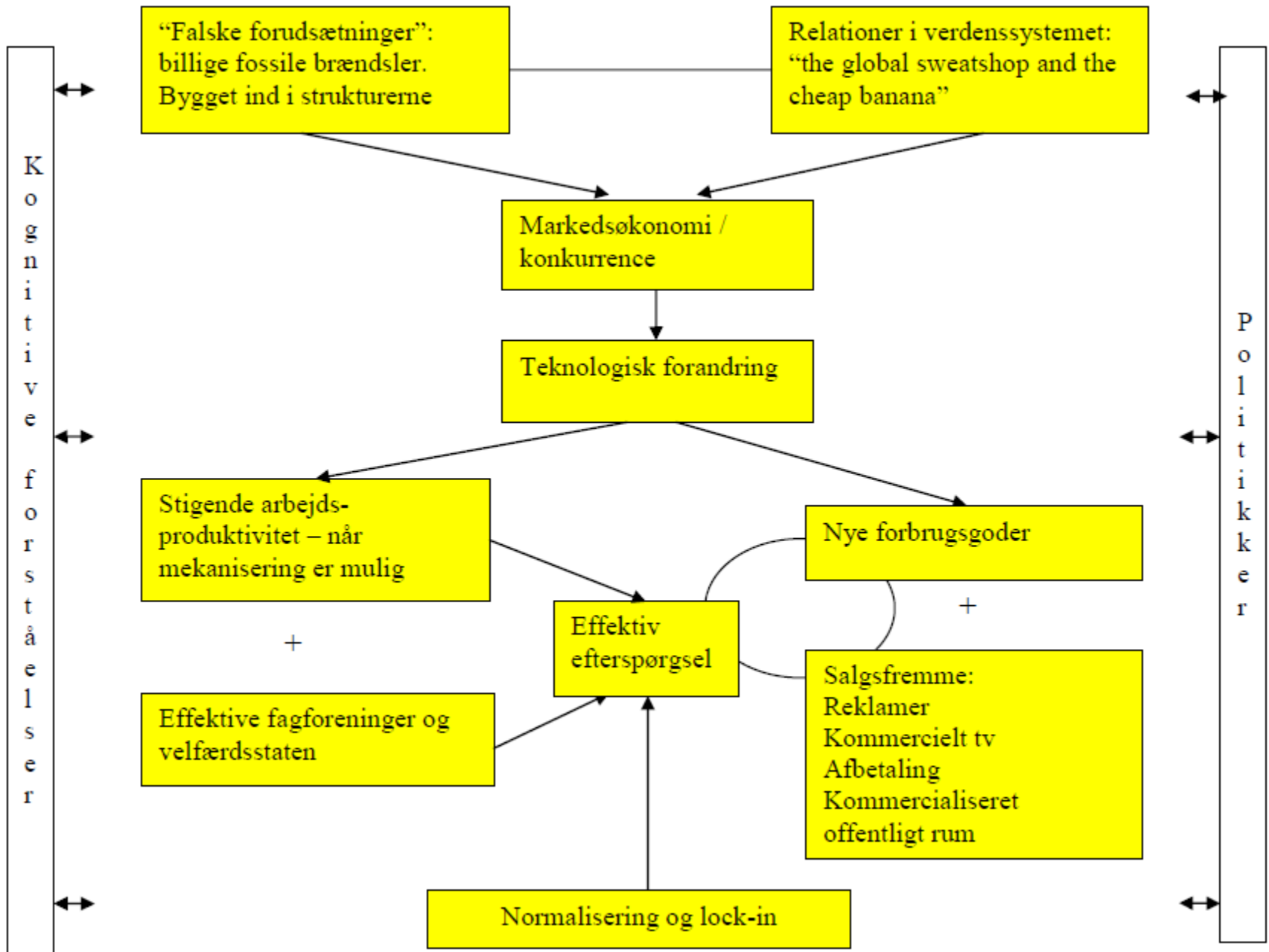
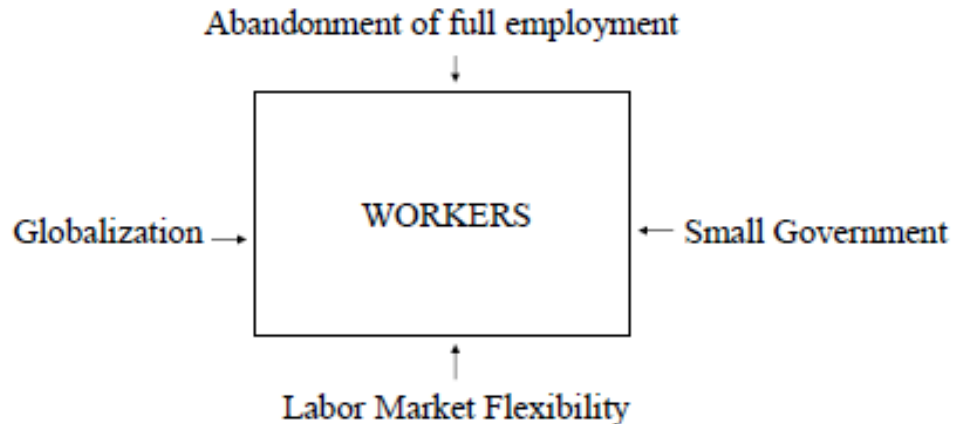


Figure 5. The neoliberal policy box.



Palley, T.I. 2015, *Inequality, the financial crisis and stagnation: Competing stories and why they matter*, IMK, Hans Böckler Stiftung, Düsseldorf.

Fører til stigende strukturel mangel på effektiv efterspørgsel: de rige har højere opsparingskvote

Gabet fyldes af kredit: gæld og prisstigninger på aktiver bliver vækstmotorer, understøttet af deregulering

Ikke en planlagt løsning

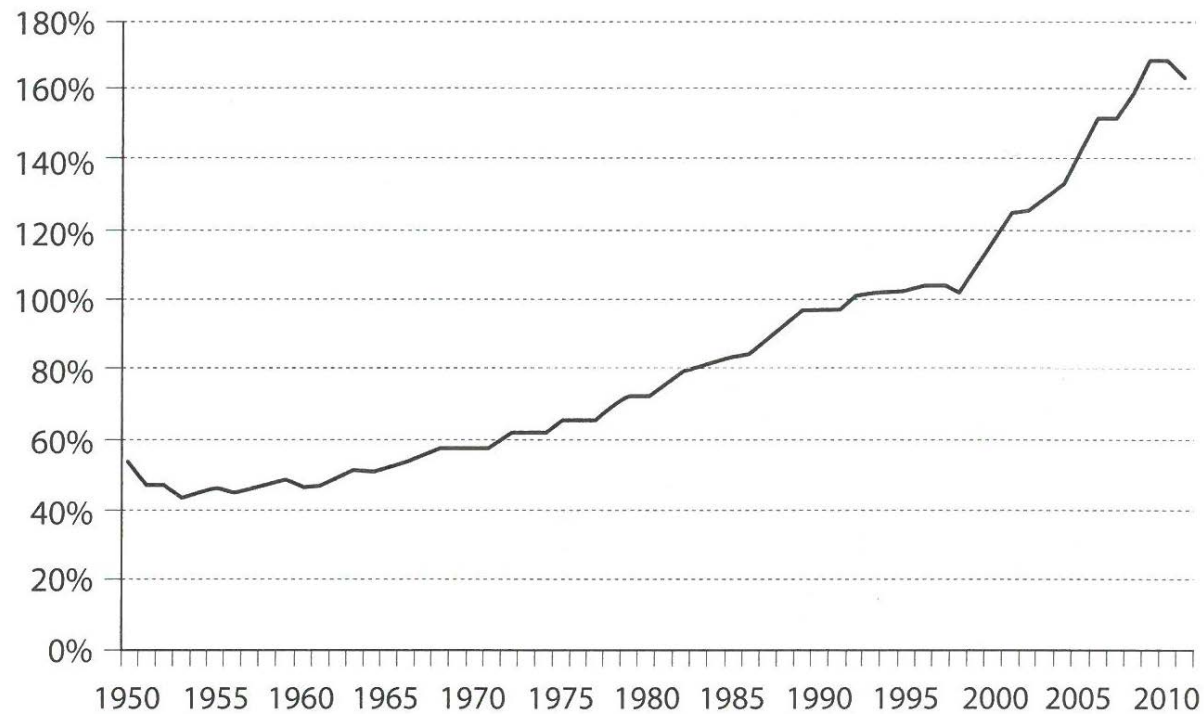
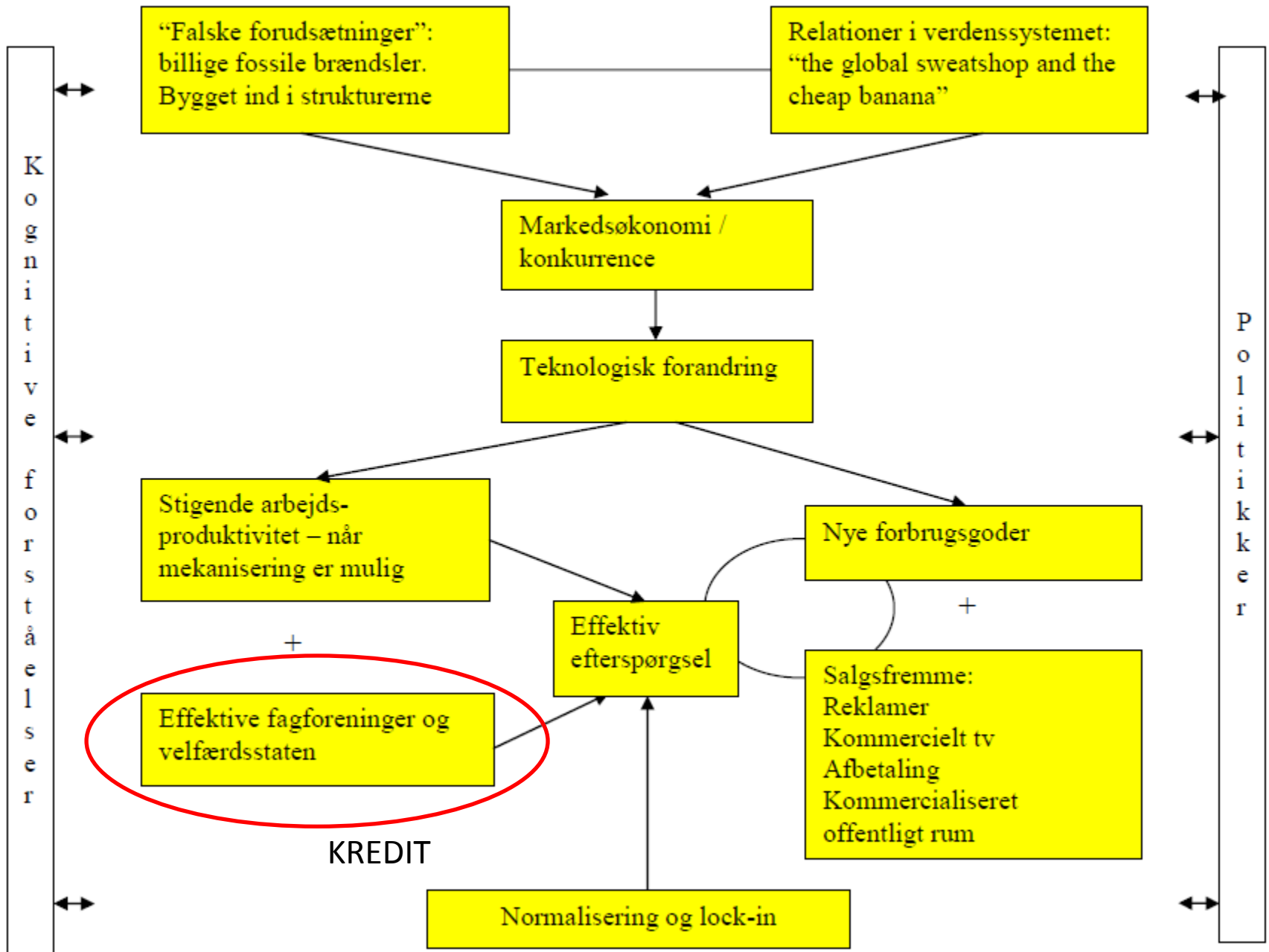


Figure 1.2. Private domestic credit as a percentage of GDP: Advanced economies, 1950–2011

Source: IMF Working Paper 13/266 *Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten*. Authors: C. Reinhart and K. Rogoff, December 2013.

”Let them eat credit”

Adair Turner: *Between Debt and the Devil* s. 22



Stærkt stigende kreditintensitet

Ud over den stigende **ulighed** fremhæver Turner to forklaringer på øget kreditintensitet:

- Øget betydning af **fast ejendom**
 - Boliger i attraktive områder er det vigtigste forbrugsgode med høj indkomstelasticitet
 - Begrænset udbud fører til stigende priser
 - Derfor også et aktiv, der købes for at opnå kapitalgevinster
 - *Kernen til ustabilitet*: spænding mellem uendelig kredit og uelastisk udbud
 - Ustabilitet skabes af aktiviteter, der i moderate mængder er nyttige. For stor gæld skabes af fornuftige banker tilsammen
 - Inf. og komm.teknologi: store formuer kan skabes med begrænsede investeringer. Kapital søger andet afkast
- Store **globale ubalancer** i handel og kapitalstrømme mellem lande. Finansierer boom i aktivpriser

Nedbrud i den neolibérale model

- Stort antal mindre finansielle kriser modvirkes politisk: the Great Moderation
- Opbygning af risiko samt gældsopbygning: the Great Recession
- Kredit kan ikke længere fylde gabet i den effektive efterspørgsel
- Meget svært at komme ud af, fordi virksomheder og husholdninger nedbringer gæld

Elementer i Turners (m.fl.) opskrift

- Begrænse bankers og andres udlån samt risiko:
 - Kapitalkrav: 20-25% af uvægtede aktiver (Admati & Hellwig)
 - Høje reservekrav, dog ikke 100%. Krav baseret på samfundsmæssig risiko, ikke privat (modsat dansk debat)
 - Begrænsninger for skyggebanker, skattely mv.
 - Reducere kompleksitet
- Regulering af efterspørgslen efter lån:
 - Fjerne favorisering af lån for virksomheder og husholdninger
 - Strenge krav til boligfinansiering. Beskatning af kapitalgevinster på ejendom
- Forskellige former for styret udlån; evt. grønne statsbanker

Men regulering af banker mv. er helt utilstrækkeligt

- Omfordeling via skat, arbejdsmarked, bonusgrænser mv.
- Begrænsninger på kapitalbevægelser mellem lande, især kortsigtede (begrænse "forkerte" valutaudsving). Mere end FTT
- Reduktion af globale ubalancer. Herunder reform af Euroen

Debt overhang – hvad er svaret?

Ekspansiv finanspolitik, der ikke bare er lånefinansieret, dvs. statslig pengeskabelse

Kan bruges til klimainvesteringer

Between Debt and the Devil

Turner foretrækker "one-off"
begrundet i særlige forhold

Hvis sekulær stagnation: kontinuerlig proces

Turner har
gennemslagskraft

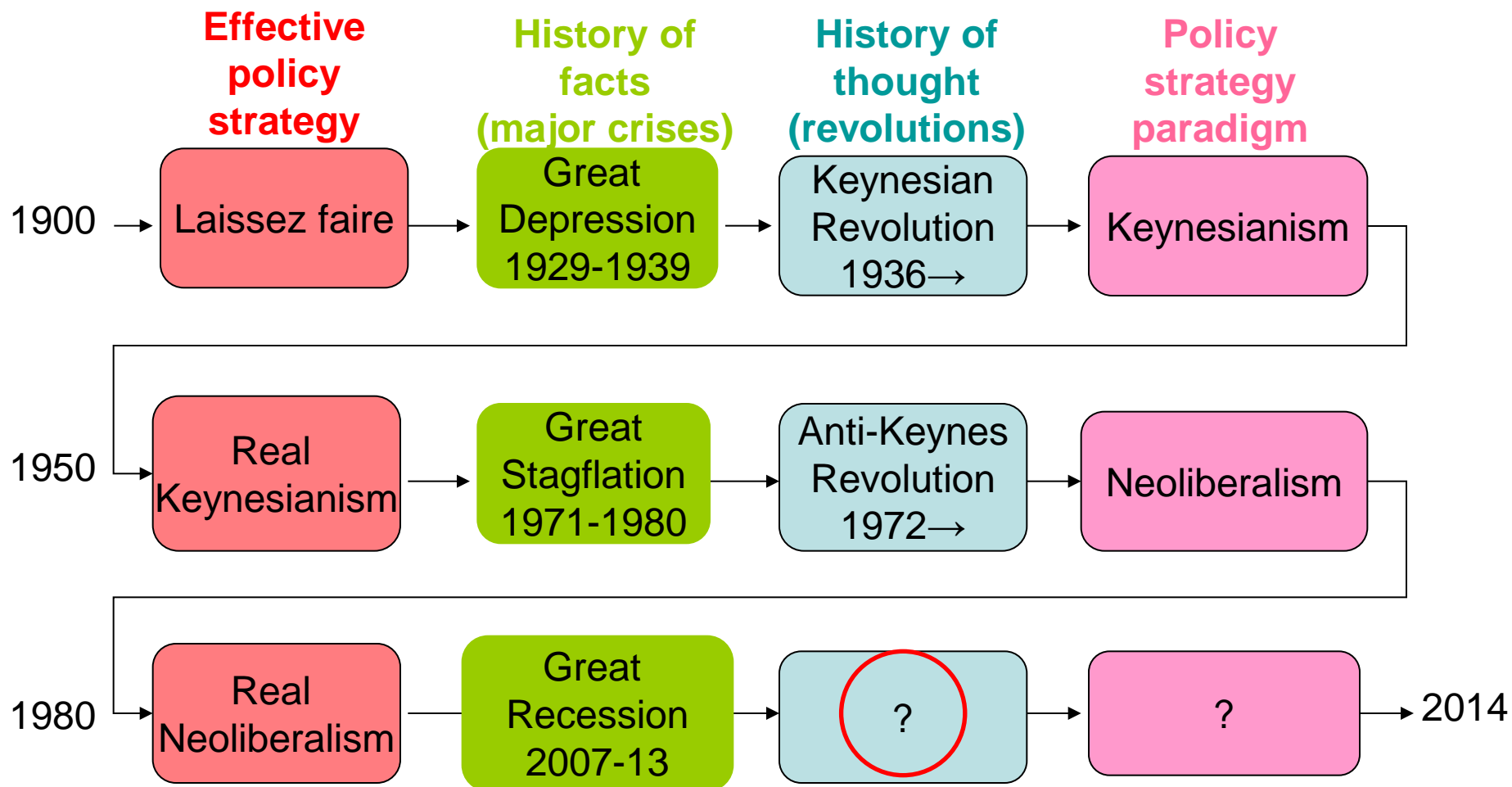
Mange af idéerne går
igen hos andre

Men reel forandring er op ad bakke:

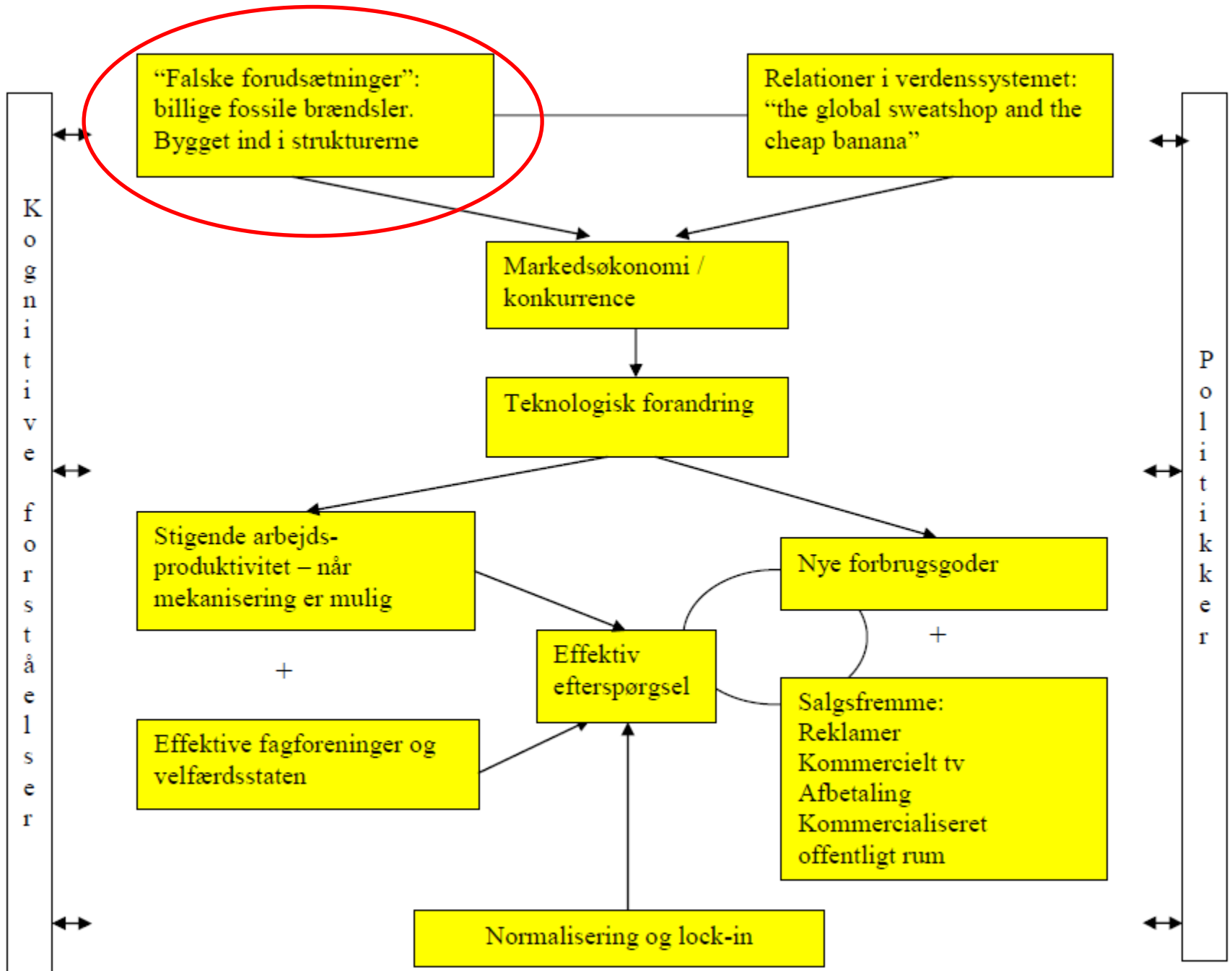
- Stærke interesser: "regulatory capture"
- Stærke dogmer: "cognitive closure". Frie markeder, frie kapitalstrømme, forestilling om fælles interesser
- Fx boliglån og pension
- Forventninger om afkast er ude af trit med biofysisk forrentning

Slide from Vercelli:

Development paradigms and trajectories



Source: Vercelli, 2011, *Economy and Economics: The Twin Crises*, in Brancaccio, E. and G. Fontana, eds., *The Global Economic Crisis. New perspectives on the critique of economic theory and policy*, Routledge



Er idégrundlaget klar i kulissen?

- Skridtene er mere radikale og sammenhængende end UNEPs
- Men forudsætningerne for genoplivning af den keynesianske model er ikke til stede
- At etablere et nyt energigrundlag er langt mere radikalt
- Bliver det en ny fase for kapitalismen?
- Slavoj Zizek: "I kapitalismen kan man ikke smide de finansielle spekulationers badevand ud og beholde realøkonomiens sunde baby"
- Er der tid til at gøre andet end at forsøge?
- **Held og lykke med eksperimenterne!**