

Danish Finance Institute: Etablering af verdensklasse finansieringsforskning i Danmark

I de senere år er Danish Finance Institute (DFI) begyndt at spille en markant rolle i finansieringsmiljøerne på universiteterne i Danmark. Folk med relationer til universiteterne har måske hørt DFI omtalt i forbindelse med rekruttering af nye forskere eller måske ved afholdelse af aktiviteter, der beforder samarbejdet forskerne imellem samt samspillet mellem forskerne og den finansielle sektor. Ser man på publikationer fra danske finansieringsforskere, vil man ligeledes bemærke, at det efterhånden er almindeligt med en takkehenvielse til DFI. Denne artikel har til formål at give en kort beskrivelse af DFI og dens betydning for finansieringsmiljøerne. Jeg vil endvidere komme med en anmeldelse af den nyligt afholdte årlige DFI-konference, der netop har til hensigt at knytte forbindelser mellem universiteterne og samfundet.

AF FORFATTER



Christian Riis Flor

Professor (mso)
Institut for Virksomhedsledelse, Syddansk Universitet
E-mail: crf@sam.sdu.dk

Christian Riis Flor (ph.d. og cand.scient.oecon) er professor (mso) og forskningsgruppeleder i finansiering ved Syddansk Universitet med forsknings- og undervisningsinteresser inden for corporate finance, særligt med fokus på dynamiske effekter; han er tillige research fellow ved Danish Finance Institute.

Note: Jeg takker for kommentarer fra Ken L. Bechmann, Carsten Sørensen og Niels Haldrup.

Hvad er Danish Finance Institute – DFI?

Det er på sin plads at begynde med at forklare, hvad formålet med DFI er. DFI blev etableret i 2017. Baggrunden for initiativet var en erkendelse i den finansielle sektor af, at den internationale konkurrence om finansieringsforskere gør det meget svært at være med på et internationalt niveau pga. det væsentligt lavere lønniveau i Danmark.¹ Universiteterne har således svært ved at tiltrække og fastholde finansieringsforskere af international klasse. Et af hovedformålene med DFI er netop at afhjælpe dette problem; jeg citerer fra DFIs hjemmeside: “The aim of DFI is thus to support the establishment of a world-class research environment, and in this way to support Denmark as a financial center by improving our understanding of financial markets and educating outstanding candidates. Danish Finance Institute will help attract top international researchers and develop the Danish research environment in finance. It is our hope that the partnership between universities and the financial sector can also be inspirational for academic research and that this

1. Baseret på akkrediteringsinstitutionen AACSB's „2019–20 Staff Compensation and Demographics Survey, executive summary” er medianlønnen for adjunkter (for en ni-måneders periode) inden for finansiering ca. USD 147.000 (i regnskab: USD 141.000, i økonomi: USD 94.000). I Danmark er den overenskomstfastsatte løn for universitetsadjunkter væsentligt lavere og den samme på tværs af fagområder.

research can be disseminated to the Danish society. Moreover, having strong research-based education is critical for educating skilled candidates (bachelors, masters, and PhDs) with knowledge of the financial sector.”²

DFI er grundlagt og sponsoreret af medlemmerne af Finans Danmark, og DFI hjælper specifikt ved at uddele stipendier til nyansættelser fra udlandet samt ved at tildele engangsvederlag til *research fellows* for finansieringspublikationer i de bedste internationale tidsskrifter. Det skal for en god ordens skyld nævnes, at universiteterne ikke kan bestemme, hvem der skal tildeles stipendier og tilknyttes som research fellows – dette er alene op til DFI. Tildelingen sker på basis af objektive nedskrevne kriterier, således at DFI heller ikke blander sig i, hvem universiteterne vælger at ansætte. I skrivende stund har alle de danske universiteter med finansieringsforskning glæde af DFI; der er uddelt 18 stipendier, og mere end i alt 90 forskere er tilknyttet som research fellows fra Aalborg Universitet, Aarhus Universitet, CBS, Københavns Universitet og Syddansk Universitet. Derudover støtter DFI ved at afholde forskningsorienterede aktiviteter, som eksempelvis den årlige DFI-konference, der har til hensigt at samle såvel forskere som interessenter fra den finansielle sektor. DFI er i øvrigt inspireret af lignende initiativer i Schweiz (Swiss Finance Institute – SFI), Sverige (Swedish House of Finance – SHoF) og Norge (Norwegian Finance Initiative – NFI).

Som en afrunding på beskrivelsen af DFI vil jeg som forskningsgruppeleder i finansiering ved Syddansk Universitet takke Finans Danmark for DFI-initiativet. Det er et bidrag, hvis vigtighed er svært at overvurdere – i særdeles hvis vi i Danmark ønsker forskning og uddannelser inden for finansiering på et højt internationalt niveau. Af egen erfaring fra international rekruttering af forskere over de senere år kan jeg sige, at DFI afgjort er en faktor, der hjælper os. Det er mit indtryk, at dette ligeledes gælder de øvrige universiteter. Som Carsten Sørensen (professor og institutleder ved CBS, direktør i DFI) og Niels Haldrup (professor og institutleder ved Aarhus Universitet, meddirektør i DFI) udtrykker det: „DFI er en national løftestang

2. Yderligere information kan findes på <https://danishfinanceinstitute.dk/>.

for finansieringsmiljøerne. Vi kan tydeligt se, at det sætter et positivt aftryk og øger universiteternes muligheder for fastholdelse og rekruttering af dygtige forskere og undervisere på højt internationalt niveau – samt synliggør vigtigheden af samarbejdet mellem universiteterne og den finansielle sektor”. Vigtigheden af DFI kan som nævnt ikke understreges nok, og undertegnede skal gerne medgive, at jeg håber, DFI vil fortsætte mange år fremover. Det er af stor værdi for samfundet og afgørende for kvaliteten af de mange kandidatstuderende, som universiteterne uddanner inden for finansiering.

DFI's ærespriser

Som noget nyt har DFI indstiftet to ærespriser: *DFI Dissimination Award* samt *DFI Educational Award*. Formålet med disse priser er at anerkende og motivere forskere, som engagerer sig i formidlings- og undervisningsaktiviteter. Formidlingsprisen gives til en forsker, som: „based on solid financial insight has made a significant contribution to the public debate or has otherwise excelled in disseminating research in finance to a wider audience [...] the person in question has sought to communicate financial arguments and an increased understanding of finance in the public debate in a factual, competent, and pedagogical manner”. Undervisningsprisen tildeles en forsker, som: „via teaching, student supervision or in other educational and pedagogical ways has excelled and made a notable educational effort and contribution [...] the person in question has sought to further promote the subject of finance in an educational context.”³

Ærespriserne uddeles hvert andet år; i år uddeles formidlingsprisen for første gang. Bedømmelseskomiteen består af Niels Arne Dam (cheføkonom, analysedirektør, Finans Danmark), Christian Riis Flor (professor-mso, Syddansk Universitet og Research Fellow ved DFI) samt Christian Nielsen (leder af AAU Business School). Komiteen har set på en række kompetente kandidater, og ved den årlige konference kunne Niels Arne Dam kundgøre, at valget er faldet på professor Jesper Rangvid (CBS og Research Fellow ved DFI). Der er ingen tvivl om, at Jesper Rangvid er et både velkendt og anerkendt navn fra kommissionsarbejdet med den finansielle krise i Danmark, og han har efterfølgende fortsat sit formidlende virke samtidig med en solid forskningsindsats.

Den årlige DFI-konference

Siden begyndelsen har DFI afholdt en årlig konference med oplæg fra forskere samt praktikere. I det følgende gives en kort beskrivelse af det faglige indhold af årets konference for, som nævnt indledningsvist, at give eksempler på relevansen af den finansieringsforskning, der bedrives ved de danske universiteter. Ved at formidle hovedpointerne i konferenceoplæggene til en bredere kreds er det håbet, at dette kan give en forståelse for vigtigheden af DFI-initiativet, og at det øger interessen for forskningen, hvorved endnu flere ser værdi i at deltage ved næste års konference.

Konferencen afholdes som en halvdagskonference med to sessioner med en international hovedtaler og tre andre præsen-

tationer af forskere ved danske universiteter med tilknytning til finansiering. Dagen afsluttes med en mere praksisorienteret paneldiskussion afholdt og modereret af deltagere fra den finansielle sektor.

Første session: Household finance Hvorfor ejer investorer forskellige risikable aktiver, og hvad karakteriserer investorbeholdninger?

Temaet for den første session er *household finance*, hvilket handler om, hvorledes individer anvender finansielle markeder. Første præsentation er med dagens hovedtaler professor Tarun Ramadorai (Imperial College London) med oplægget „Who Owns What? A Factor Model for Direct Stockholding” (skrevet sammen med Vimal Balasubramaniam, John Y. Campbell og Benjamin Ranish). Den overordnede motivation for oplægget er at forstå, hvorfor individer ikke holder de samme risikable aktiver. Tager man udgangspunkt i den velkendte Capital Asset Pricing Model, CAPM, burde det nemlig være sådan, at individers investeringer alene adskiller sig ved, hvor stor en andel af formuen investorerne placerer i risikable aktiver, men ikke hvorledes selve porteføljen ser ud. Det er imidlertid velkendt, at individer ikke investerer på denne måde, og der er en række teorier, som forsøger at forklare dette.⁴ Ramadorai m.fl. søger at kaste lys over sådanne teorier ved at bidrage med empirisk viden, der karakteriserer heterogenitet ved at se på tværsnittet af investorer. De ønsker således at karakterisere husholdningers ejerskab og porteføljedannelse med fokus på, hvilke aktiekarakteristika der giver anledning til heterogene grupper af individer (klienteller). Oplægget giver dermed en indsigt i „hvem ejer hvad”, *who owns what*, dvs. „hvem” (hvilke investoregenskaber) ejer disse aktiekarakteristika.

Til at analysere problemet har Ramadorai m.fl. fået adgang til et omfattende og detaljeret datasæt med fortegnelser bestående af månedlige opgørelser over husholdningers aktieejerskab og transaktioner i Inden i perioden 2002-2011. Eksempelvis er der i august 2011 over 3000 aktier og næsten 10 millioner (ikke institutionelle) investorer. For hver husholdningskonto kendes egenskaber så som kontoens alder, størrelse, omsætning, antal aktier mv., og for porteføljerne kendes egenskaber som f.eks. værdi af de enkelte aktiebeholdninger, alder, realiseret volatilitet, realiseret afkast, markedsbeta, udbyttebetalinger mv. Alle aktier rangeres efter en given karakteristik, og porteføljeegenskaberne kan dernæst måles ud fra disse karakteristikker. Analysen finder, at aktiekarakteristika udviser tegn på særligt tre klynger: 1) etablerede aktier med høj omsætning og volatilitet, 2) unge aktier med høj omsætning med lav aktiepris og højt afkast (en „lotteriaktie”) samt 3) udbyttebetalende vækstaktier med lav beta, lav omsætning og højt afkast. Men hvem ejer så hvad? Her viser det sig f.eks., at ældre konti (fra en husholdning) har etablerede, små (ift. markedsværdi) value-aktier med lav omsætning og høje afkast, mens store konti holder etablerede små,

3. Citaterne i dette afsnit er taget fra DFI's principprogram: „Principles for the Danish Finance Institute's Scholarship Programs”, der kan findes på DFI's hjemmeside.

4. Disse teorier omhandler f.eks. heterogene finansielle forhold såsom ikke-handlet indkomst, investeringshorisont og likviditet (f.eks. Mayers, 1972; Amihud og Mendelson, 1986) samt heterogen information, forventninger eller præferencer så som ufuldstændig information, afkastforventninger og ESG-præferencer (f.eks. Merton, 1987; Van Nieuwerburgh og Veldkamp, 2010; Hong og Kacperczyk, 2009).

høj stykpris, udbyttebetalende vækstaktier med højt afkast. Ramadorai m.fl. analyserer også ejerskab for enkelt-aktier; til dette formål udvikler de en faktormodel. Pointen er at estimere faktorer, der genererer tilbøjelighed til sam-ejerskab af aktiepar (dvs. en aktie *i* og en aktie *j*). En god faktor forklarer tværspredning i husholdningernes aktiebeholdninger; det er således vigtigt med spredning i faktorvægtene. Forfatterne viser bl.a., at aktiepar i sam-ejerskab er tilbøjelige til at variere samtidigt, og karakteristika med stærkt sam-ejerskab har høj volatilitet; sådanne mønstre er ikke konsistente med vores normale forståelse af veldiversificerede porteføljer.

Samlet set handler Ramadorais m.fl. forskning om at forstå, hvorledes investorer selv danner aktieporteføljer. Forskellige typer af investorer har præferencer for forskellige typer af aktier, og aktier, der holdes samtidigt, har en tilbøjelighed til at have en høj indbyrdes korrelation. Der er dermed tegn på lav diversifikation, hvilket kan foranledige sam-variation i aktieafkast.

Pump den og drop den: Hvem falder for markedsmanipulation via aggressiv markedsføring?

Næste præsentation holdes af lektor Steffen Meyer (Syddansk Universitet og Research Fellow ved DFI) med titlen „When the Wolf of Wall Street crosses Main Street: Incidence, Economic Consequences, and Investor Protection” (skrevet sammen med Christian Leutz, Maximilian Muhn, Eugene Soltes og Andreas Hackethal). Motivationen for denne forskning er bedre at forstå spørgsmål som f.eks. „hvilke investorer falder for markedsmanipulation via aggressiv markedsføring?”, og „hvor meget taber sådanne investorer?”. Mere generelt er det dermed et spørgsmål om, hvorvidt sådanne investorer kan opfattes som byttemyd og har brug for beskyttelse. Præsentationen rører ved det grundlæggende element, at vi generelt ønsker os velfungerende finansielle markeder, men en forudsætning for dette er, at den forhåndenværende information kan anses for at være troværdig. Imidlertid er der evidens for, at misinformation kan forekomme. Der er en del forskning, der ser på effekterne af bedrageri, men der har ikke været forsket så meget i markedsmanipulation og den efterfølgende reaktion fra investorerne side af.⁵

Analysen baserer sig på data om såkaldte „*pump-and-dump*”-strategier. Et konkret eksempel er Equipment & Systems Engineering, Inc., hvis aktie var udsat for en sådan strategi i december 2006. Markedsføringen blev gjort vha. lovprisnings-e-mails: den daværende aktiekurs på USD 0,062 fik et kursmål på USD 0,200 – altså en forventet stigning på over 200 %. Handler efter markedsføringen fik kursen til at stige til ca. USD 0,17. Herefter blev der solgt aktier, og kursen kom ned på ca. USD 0,08. En *pump-and-dump*-strategi baseres altså på fejlagtig og kraftig positiv markedsføring af information. Imidlertid opdager markedet forholdsvis hurtigt, at kursstigningen ikke bunder i en reel værditilvækst, hvorfor aktiekursen falder væsentligt. Investorer, der har købt alene på baggrund af mar-

kedsføringen, har derfor (ofte) haft et betydeligt tab. Sådanne data kombineres med data for 113.000 investorer fra en tysk online-bank. Handelsaktiviteter fra 2002 til 2015 kendes, og karakteristika for investorerne (alder, køn, bopæl mv.) kendes også. Baseret herpå på undersøger Meyer m.fl., hvor ofte investorer deltager i pump-and-dump-strategier, hvor meget der investeres for osv. Eksempelvis viser det sig, at markedsføring via e-mail og med en „sofistikeret” tekst synes at tiltrække flest investorer. Den gennemsnitlige investor investerer EUR 4.000 i en kampagne og taber omkring 31%. Dette kan synes lavt, men mange investorer begrænser tabet ved at sælge hurtigt. En fjerdedel af investorerne taber dog mere end 60%. Overordnet set er investorer, der deltager i sådanne markedsføringskampagner, ikke videre succesfulde med deres investeringer, og en del deltager i flere af disse kampagner uden egentlig at tage ved lære af tabene. Visse investorer ender med helt at trække sig ud af det finansielle marked. Andre typer af investorer ser kampagnerne som en mulighed for at deltage i en form for lotteri, og sådanne investorer går dermed med fuldt overlæg ind i kampagnerne.

Samlet set viser Meyer m.fl., at mange investorer deltager i pump-and-dump-kampagner, og erfaring samt præferencer ser ud til at spille en væsentlig rolle.

Anden session: Renter

Hvorledes påvirker ECB's pressekonferencekommunikation renter, og er påvirkningen ens i EU?

Temaet for konferencens anden session er renter. Første oplægsholder er adjunkt Paul Whelan (CBS og Research Fellow ved DFI) baseret på artiklen med titlen „Central Bank Communication and the Yield Curve” (skrevet sammen med Matteo Leombroni, Andrea Vedolin og Gyuri Venter). Ideen er at se på, hvorledes den europæiske centralbanks kommunikation kan påvirke renter på statsobligationer fra forskellige EU-lande. Motivationen for dette er, at hvis vi tænker på Tyskland og Frankrig som „kernen” og Italien og Spanien som „periferien”, så er der sket et væsentligt skifte i forskellen mellem renten i kernen og periferien. Indtil 2008-2009 var der en meget begrænset forskel på rentespændet, mens der efter 2009 er et betydeligt rentespænd. Så har kommunikation fra ECB forskellig betydning for forskellige lande? Pengepolitisk kommunikation har tre dimensioner 1) nyheder om den korte rente, 2) nyheder om udviklingen i den korte rente, og 3) nyheder om tilstanden i økonomien. Den første dimension har som regel ikke den store betydning, da den er forventet, mens de to andre dimensioner afsløres gennem ECB's kommunikation.

Whelan m.fl.s analyse udnytter kommunikationsvinduet, der opstår ved en pressekonference, efter centralbanken har udmeldt beslutningen om målsætningen for renten. Heri måles rentestødet for en given løbetid såvel som risikopræmiestødet. Whelan m.fl. opstiller nu to hovedhypoteser. Den første siger, at i normale, rolige, perioder har rentekommunikation en positiv indvirkning på alle statsrenter. Dette gælder også i krisetider for kernen, mens effekten kan være negativ på de perifere landes renter. Omvendt forholder det sig med kommunikation vedr. risikopræmierne. Generelt har de en ringe effekt i rolige tider, men i krisetider har sådanne stød negativ indvirkning på alle landes renter, især for perifere lande. Data for hovedanalysen omhandler OIS/swaprenter og Eurostoxx 50 futures for perioden 2001-2014 med 161 annonceringer og 21 forskellige løbeti-

5. *Konsekvenser ved bedrageri er analyseret med fokus på f.eks. virksomheder, ledelsen og investorerne (f.eks. Karpoff m.fl., 2008; Gianetti og Wang, 2016; Gurun m.fl., 2018); der er dog også evidens for, at markedsmanipulation skader investorer direkte og giver anledning til eksternaliteter (Meyer og Pagel, 2021).*

der. Det kan nu måles, hvorledes følsomheden overfor rentestød hhv. risikopræmiestød for de to landegrupper ændrer sig over tid. Særlig i forhold til perioden før hhv. efter krisen i januar 2009. Resultatet viser en tydelig effekt. Før 2009-krisen er forskellen negligerbar. Efter 2009-krisen er forskellen betydelig, når der betragtes løbetider over godt et år. Mere specifikt viser det sig her, at følsomheden overfor rentestød er meget beskeden for periferilandene, mens den er klart positiv for kernelandene og omtrent på samme niveau som før 2009. Omvendt er følsomheden overfor risikopræmiestød kun svagt positiv for kernelandene, mens den er særdeles negativ for periferilandene; denne forskel synes at stabilisere sig for længere løbetider. Analysen udvides til at indeholde perioden 2015-2018 med ECB's *quantitative easing*, *QE*, program. Det viser sig, at *QE* genskaber overføringen af pengepolitiske stød til de perifere lande, mens risikopræmiestød stadig forklarer en væsentlig del af det tilbageværende rentespænd mellem kernelandene og periferilandene. Den negative følsomhed for risikopræmiestødet er dog på et noget lavere niveau, end før *QE*-programmet blev effektueret.

Samlet set viser Whelan m.fl., at overraskelser i centralbankkommunikation påvirker renterne, og der er en væsentlig forskel efter 2009-krisen. Det er tillige interessant, at med *QE* ser risikopræmier baseret på ECB-kommunikation ud til drive en kile ind mellem forskellige landes renter, selv om hensigten med dette utraditionelle pengepolitiske instrument netop er at mindske rentespændet.

Hvordan kan vi forstå informationen i rentekurven i sammenhæng med tilstanden i økonomien?

Efterfølgende oplæg holdes af professor Martin Møller Andreasen (Aarhus Universitet og Research Fellow ved DFI) med titlen „The Yield Spread and Bond Return Predictability in Expansions and Recessions” (skrevet sammen med Tom Engsted, Stig Møller og Magnus Sander). Deres forskning går ud på bedre at forstå den information, der ligger i rentekurven. Den traditionelle forståelse er, at en stejlere rentekurve forudsiger højere merafkast på statsobligationer. Imidlertid viser Andreasen m.fl., at dette afhænger af, om økonomien er i et ekspansivt eller kontraktivt stadie.

Analysen er baseret på amerikanske data fra 1961-2016. I traditionelle undersøgelser laves en regression af månedlige merafkast på et niveau og rentespænd over tid på op til 10 år. En sådan regression viser, at følsomheden er voksende over tid, men den er ikke voldsomt signifikant, og forklaringsgraden er også på et beskedent niveau. Ideen er nu at modificere regressionen, således at der tages højde for den nuværende aktivitet i økonomien. Dette kræver en indikator for den økonomiske situation, og Andreasen m.fl. anvender hertil det såkaldte PMI, hvor et højt niveau af PMI er tegn på høj økonomisk aktivitet, mens et lavt niveau af PMI indikerer et lavt aktivitetsniveau.⁶ Ved at sætte en tærskel *c* for PMI høj eller lav, kan ovenstående regression dermed udvides. Dette leder for det første frem til

6. PMI er en forkortelse for Purchasing Manager Index og er et tal mellem 0 og 100; PMI er generelt accepteret som en god indikator for den generelle økonomiske aktivitet i USA. Indekset offentliggøres månedligt af (Institute for Supply Management).

væsentligt mere signifikante niveauer og hældninger. For det andet (og vigtigere) er der nu forskellige fortegn på hældningerne: de er positive i en vækstperiode og negative i en recessionsperiode. Endelig er forklaringsgraden også blevet væsentligt større. Fortolkningen af disse resultater er, at rentespændet i en vækstperiode er en risikofaktor, mens rentespændet i en recessionsperiode er en *hedge*-faktor, dvs. investorerne er villige til at acceptere et lavere afkast for at tage hældningsrisiko. Det ses endvidere, at merafkastene topper tidligt i en recession, og at de er kontracykliske. Baseret på ovenstående konstrueres en makroøkonomisk-baseret rentestrukturmodel, der bl.a. inkorporerer en pengepolitisk proces og bygger på regimeskift ud fra niveauet af PMI. Analysen viser, at der er stærk evidens for regimeskift. Kun med regimeskift kan modellen matche skift i obligationsafkasts forudsigelighed henover den økonomiske cyklus. Slutteligt ser Andreasen m.fl. på den udekkede renteparitet, der empirisk er svær at verificere.⁷ Men Andreasen m.fl. finder, at rentepariteten holder i recessionsperioder. Et argument herfor er, at pengepolitikken måske er mere koordineret mellem flere lande, når der er tale om en global recession.

Samlet set viser præsentationen af Andreasen, at der er en vigtig recessionseffekt i risikopræmier på obligationer. Rentespænd forudsiger (forventet) merafkast med forskelligt fortegn afhængigt af, om der er tale om recession eller vækst. Dette kan forklares med en mere medgørlig pengepolitik i recessionsperioder. Endelig er der noget, der tyder på, at sådanne forhold også påvirker valutakursen.

Paneldiskussion om (negative) renter, inflation og pengepolitik

Konferencens tredje hovedelement er en paneldiskussion med fokus på en nutidig finansiel problemstilling: Hvor skal renterne hen, og hvad er konsekvenserne for forbrugerne og den finansielle sektor? Paneldeltagerne er Martin Møller Andreasen (professor, Aarhus Universitet), Thomas Harr, (vicedirektør i Nationalbanken, chef for afdelingen Økonomi og Pengepolitik) samt Thomas Thygesen (chefstrateg, SEB). Diskussionen styres af Steen Bocian (perspektivredaktør og cheføkonom ved dagbladet Børsen). Hver af de tre paneldeltagere begynder med et oplæg med deres bud på emnet.

Martin Møller Andreasen indleder med et (historisk) perspektiv på det nuværende pengepolitiske regime, der i en række lande har en uafhængig centralbank, hvis formål er at sikre stabil og lav inflation. Men noget tyder på, at der er stigende inflation i Euro-området, USA mv. Det er her interessant at bemærke, at ECB er gået over til et mere symmetrisk inflationsmål på 2%, dvs. det er nu tænkeligt, at ECB tillader inflation over 2% i en periode, før der gribes ind. Det afgørende spørgsmål er så, hvorledes inflationen på længere sigt bliver. Indlægget afrundes derfor med nogle betragtninger over, om fastkurspolitikken er forenelig med den uafhængige pengepolitik i Danmark. Det væsentligste redskab for Nationalbanken er at påvirke renter-

7. Den udekkede renteparitet siger, at den forventede ændring i en valutakurs er lig med rentespændet mellem de pågældende to lande. Hvis f.eks. renten er højere i EU end i USA, så forventes det, at euroen falder i kurs ift. dollaren. Imidlertid er der generelt evidens for, at højrentelandes valutaer stiger.

ne for længere tidshorisoner; der opridses to muligheder for at påvirke den lange ende af rentekurven. Den ene mulighed er at opkøbe obligationer. Dette synes dog omkostningstungt og vil påvirke fastkurspolitikken; dette redskab bør derfor kun anvendes i svære krisetider. Den anden mulighed er at lave regulering af realkreditlån, således at finansieringsomkostningerne påvirkes. Dette kan f.eks. være at ændre på loftet for realkreditfinansiering eller at justere på forholdet mellem afdragsfrie lån og amortisable lån.

Thomas Harrs oplæg påpeger indledningsvist, at den naturlige realrente har været aftagende i Danmark i de sidste årtier; det er derfor forventeligt, at realrenten er aftaget i Danmark. Den højere levetid gør også, at vi må forvente et nedadgående pres på renten, så det er ikke overraskende, at bankerne har indført negative indlånsrenter, og at tendensen er stigende. Ses der på maj måned d.å. er ca. 30% af husholdningernes bankindlån udsat for negative renter, hvilket er væsentligt højere end i det tidlige 2020-forår, hvor dette gjaldt for kun ca. 5%. Husholdningerne reagerer på de negative renter: Generelt set mindsker forbrugerne deres bankindlån, og midlerne kanaliseres over i investeringsforeninger. Men hvad så med virksomhederne? Her ser det ud til, at de etablerer nye bankforbindelser, og at de øger beskæftigelsesomfanget samt investeringerne. Dette har selvsagt påvirket bankernes renteindtjening, der er faldet betydeligt i den seneste årrække; der er dog noget, der tyder på, at faldet er aftagende, og at nettorentindtægterne ser ud til at stabilisere sig.

Sidste oplæg med Thomas Thygesen tager udgangspunkt i en overvejelse om, hvorvidt centralbanker kan undgå rentestigninger, når inflationen kommer over målsætningen. Den amerikanske centralbank ser ikke længere ud til aggressivt at følge sin tidligere strategi. Mere generelt peger indlægget frem mod balancen mellem opsparing og investering – eller rettere ubalancen i dette forhold. Ser vi 25 år tilbage, er den samlede gældsætning i G7 og Kina vokset markant fra knap 120% til over 180% af BNP. På den anden side er toårsrenten (fra G3) aftaget fra et niveau omkring 6-8% til nu at være nede under nul. Væsentlige rentesænkninger i de kommende år er derfor næppe realistiske. Oplægget plæderer for, at vi kommer tilbage til et regime fra 1940-erne, hvor der også var en nul-rente periode. I den kommende tid vil der være pres på centralbankerne for at finansiere væsentlige infrastrukturændringer (f.eks. grønne investeringer), og dette forventes at følges af en regulering, der påvirker virksomhedernes investeringer. Et hovedbudskab i oplægget er dermed, at offentlige investeringer er med til at genskabe opsparings-investeringsbalancen, og at vi skal til at indstille os på højere renter.

Samlet set giver oplæggene nogle interessante synspunkter på paneldiskussionens emne, og den afsluttende diskussion belyste flere aspekter af problemstillingen. Den efterfølgende diskussion blandt konferencedeltagerne tyder på, at emnet bestemt har nutidig interesse.

Konklusion

Hvis et af formålene med konferencen er at vise, at der bedrives fremragende forskning inden for finansiering i Danmark, må man sige, at dette er opnået. Der er ingen tvivl om, at forskningsoplæggene berører yderst relevante emner på et meget højt niveau. Læseren har forhåbentlig fundet beskrivelsen af oplæg-

gene spændende, selv om en lang række detaljer er udeladt. Har man fået interesse for mere uddybning og interessante detaljer, opfordres man til at se nærmere i de respektive artikler. Paneldiskussionen tjente også sit formål med at kæde forsknings- og praksisinteresser sammen. Generelt er det mit indtryk, at alle oplægsholderne – forskere såvel som bidragsydere fra den finansielle sektor – har gjort sig umage med deres formidling. Den eneste anke, om nogen, er måske, at det havde været ønskeligt med endnu flere deltagere fra den finansielle sektor. Forhåbentlig har denne anmeldelse givet lyst til at deltage ved næste års DFI-konference.

Litteratur

- Amihud, Yakov og Haim Mendelson, 1986: Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), s. 223-249.
- Andreasen, Martin M., Tom Engsted, Stig V. Møller og Magnus Sander, 2020: The Yield Spread and Bond Return Predictability in Expansions and Recessions. *The Review of Financial Studies*, 34(6), s. 2773-2812.
- Balasubramaniam, Vimal, John Y. Campbell, Benjamin Ransh, og Tarun Ramadorai, 2021: Who owns what? A factor model for direct stockholding. *Journal of Finance*, udkommer.
- Giannetti, Mariassunta og Tracy Y. Wang, 2016: Corporate Scandals and Household Stock Market Participation. *The Journal of Finance*, 71(6), s. 2591-2636.
- Gurun, Umit G., Noah Stoffman og Scott E. Yonker, 2018: Trust Busting: The Effect of Fraud on Investor Behavior. *Review of Financial Studies*, 31(4), s. 1341-1376
- Hong, Harrison og Marcin Kacperczyk, 2009. The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), s. 15-36.
- Karpoff, Jonathan, D. Scott Lee og Gerald S. Martin, 2008: The consequences to managers for financial misrepresentation. *Journal of Financial Economics*, 88(2), s. 193-215.
- Leombroni, Matteo, Andrea Vedolin, Gyuri Venter og Paul Wheland, 2021: Central bank communication and the yield curve. *Journal of Financial Economics*, 141(3), s. 860-880.
- Leuz, Christian, Steffen Meyer, Maximilian Muhn, Eugene F. Soltes og Andreas Hackethal, 2021: Who Falls Prey to the Wolf of Wall Street? Investor Participation in Market Manipulation. Arbejdsrapport, tilgængeligt på SSRN.com
- Mayers, David, 1972: Nonmarketable assets and capital market equilibrium under uncertainty. *Studies in the theory of capital markets*, s. 223-248.
- Merton, Robert C., 1987: A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance*, 42(3), s. 483-510.
- Meyer, Steffen og Michaela Pagel, 2021: Individual Responses to Realized Gains and Losses. *The Journal of Finance*, udkommer.
- Nieuwerburgh, Stijn Van og Laura Veldkamp, 2010: Information Acquisition and Under-Diversification. *Review of Economic Studies*, 77(2), s. 779-805. ■