

HD-studiet i Finansiering  
Hovedopgave – forår 2010

-----  
Opgaveløser: **Claus Nørbjerg Søndergaard, 23-10-1982**

Vejleder: **Caspar Rose**

## Finanskrisen i historisk perspektiv

Opgave nr. 89

## Forord

Denne hovedopgave er udarbejdet som afslutning på HD-studiet i Finansiering fra Copenhagen Business School 2008-2010.

Jeg vil gerne takke Professor, Ph.d. Caspar Rose for at påtage sig rollen som vejleder i forbindelse med udarbejdelsen af opgaven.

Endvidere vil jeg gerne takke familie og venner for konstruktive input og hjælp til korrekturlæsning samt overbærenhed i den sidste hektiske fase af processen.

God fornøjelse med læsningen.

København, den 3. maj 2010

---

**Claus Nørbjerg Søndergaard, 23-10-1982**

## Indholdsfortegnelse

<b>1. Indledning .....</b>	<b>5</b>
1.1 Problemformulering.....	5
1.2 Afgrænsning .....	6
<b>2. Analyse .....</b>	<b>7</b>
2.1 Tidligere kriser .....	7
2.1.1 <i>Krakket på Wall Street i 1929</i> .....	7
2.1.2 <i>Spanien 1977-1985</i> .....	10
2.1.3 <i>Krisen i Japan i 1990'erne</i> .....	11
2.1.4 <i>Er der forskel, eller gentager historien sig?</i> .....	15
2.1.5 <i>Opsamling / delkonklusion på "tidligere kriser"</i> .....	17
2.2 Den nuværende økonomiske krise.....	20
2.2.1 <i>Baggrunden for krisen – hvad skete der?</i> .....	20
2.2.2 <i>Kronologisk gennemgang af de væsentligste begivenheder</i> .....	27
2.2.3 <i>Sammenfald med tidligere kriser og udløsende faktorer</i> .....	32
2.2.4 <i>Specielle forhold denne gang der har bidraget til omfanget af krisen</i> .....	34
2.2.5 <i>Hvad siger teorien og de gamle økonomer?</i> .....	35
2.2.6 <i>Passer teorien på den nuværende krise?</i> .....	38

2.2.7 Opsamling / delkonklusion på "den nuværende økonomiske krise".....	44
2.3 Hvordan undgår vi fremtidige kriser? .....	45
2.3.1 "New economy"-tankegang.....	45
2.3.2 Hvad skal vi se af reguleringer og tiltag fra myndighederne og politisk side?.....	46
2.3.3 Hvad er der på tegnebrættet? .....	48
2.3.4 Opsamling / delkonklusion på "hvordan undgår vi fremtidige kriser?".....	49
2.4 Perspektivering – når økonomi bliver til religion .....	50
2.4.1 Planøkonomi vs. Kapitalisme.....	50
2.4.2 Monetarister vs. Business cycle? Effektive markeder?.....	51
<b>3. Konklusion .....</b>	<b>52</b>
3.1 Opsamling på hele analysen.....	52
3.2 Reaktion på Finanskrisen nu – regulering!.....	53
<b>4. Litteraturliste .....</b>	<b>55</b>
4.1 Bøger .....	55
4.2 Artikler .....	55
4.3 Præsentationer .....	56
4.4 Hjemmesider.....	56

## 1. Indledning

*"Hvilken som helst økonomi som er grundlagt på ukontrolleret gæld vil i sidste ende styrte".* Ovenstående postulat er nok ikke raketvidenskab. Dog bør det afføde lidt respekt, når citatet er hentet fra den amerikanske ekspert Med Jones – en mand der for få år siden var meget skeptisk overfor den måde specielt den amerikanske økonomi udviklede sig, og på baggrund af dette forudså den senere udvikling på finansmarkederne.

Om baggrunden for de senere års økonomiske krise – i folkemunde kaldet "Finanskrisen" – alene skal findes i ukontrolleret gældsætning, skal jeg indtil videre lade være usagt. Men med denne opgave håber jeg dog, at kunne komme nærmere et overblik over hvilke forhold der bærer den primære skyld for den økonomiske krise, der startede i 2007.

### 1.1 Problemformulering

Indledningsvis vil jeg kigge lidt bagud i historien på tidligere økonomiske kriser. Jeg vil kort beskrive de væsentligste forhold omkring dem, og derpå se om der er nogle generelle forhold der går igen ved de forskellige kriser. Hvis det er tilfældet, bør det være muligt at opstille en række af indikatorer, der fremadrettet kan få alarmklokkerne til ringe, så vi i god tid har mulighed for at reagere, hvis indikatorerne peger i retning af en ny krise.

Herpå vil jeg gå i dybden med krisen der startede i 2007, og som det på nuværende tidspunkt er for tidligt at konkludere, om vi står midt i, eller om vi er ved at have overstået. Jeg vil gennemgå de vigtigste milepæle i krisen, kigge på sammenfald med tidligere kriser og se på specielle forhold, der har gjort sig gældende denne gang. I den forbindelse vil jeg også prøve at kigge lidt på den teoretiske tilgangsvinkel.

Mange højtrespekterede økonomer har i tidens løb givet deres bud på kriseteorier, og måske kan nogle af disse teorier fremhæves, mens andre eventuelt må forkastes.

Slutteligt i analysen vil jeg prøve at kigge fremad. Er der noget i vores adfærd, vi skal have taget op til overvejelse, så vi ikke havner i samme situation igen, eller er det alene en opgave for politikere og myndigheder at regulere os ud af problemerne. Pengeinstitutterne kunne måske gøre klogt i at revurdere deres risikostyringsmodeller, som set i bakspejlet ikke lige just virker til at have levet op til forventningerne.

Jeg vil i udgangspunktet forsøge at have en global makroøkonomisk tilgangsvinkel til tingene, hvor der dog vil blive lagt mest vægt på forholdene i den finansielle sektor. Specielle forhold omkring Danmark vil nok også skinne igennem nogle steder i opgaven.

### 1.2 Afgrænsning

Der er blevet skrevet stakkevis af bøger om tidligere økonomiske kriser, og der vil fortsat kunne skrives ligeså mange. Af omfangsmæssige hensyn vil jeg derfor i mit afsnit om tidligere kriser afgrænse mig til kun at medtage de kriser, der er de mest kendte, og som jeg finder mest relevante, og det vil naturligvis ikke være muligt at gå ret meget i dybden med hver enkelt af disse kriser. Jeg vil helt afgrænse mig fra at berøre kriser fra før 1900-tallet.

I afsnittet omkring teorien og de gamle økonomer har jeg ligeledes af omfangsmæssige hensyn begrænset mig til blot at nævne nogle få repræsentanter fra de mest almindeligt kendte og gængse teorier. Dermed ikke sagt, at andre økonomers teorier ikke kunne have været relevante.

Desuden afgrænser jeg mig fra at medtage nyheder indtruffet efter marts 2009, da det er her krisen går fra at være en finansiell krise til at blive en økonomisk krise.

## 2. Analyse

*"Uvidenheden er enorm. Det er forbløffende, hvor lidt folk kender til krisers forløb, når man tænker på, hvor ofte de opstår. De bliver ganske enkelt glemt – også blandt akademikere, intellektuelle og politikere. Samtidig ser man en arrogance blandt folk, der burde vide bedre. "Historien vil ikke gentage sig", siger de. Men det gør den"<sup>1</sup>.*

### 2.1 Tidligere kriser

Når man skal analysere den nuværende krise, er det relevant først at kigge på tidligere kriser. Ikke alle historiske kriser er lige sammenlignelige, men typisk er der mønstre der går igen – både i årene op til en krise og i årene efter.

#### 2.1.1 Krakket på Wall Street i 1929<sup>2</sup>

Den mest omfattende finansielle krise i USA og Centraleuropa i nyere tid optræder i forbindelse med depressionen, der begynder i 1929. Gennem 1920'erne sker der en kraftig stigning i de amerikanske aktiekurser. Produktionen i USA kulminerer i andet kvartal af 1929. I resten af 1929 oplever man et fald i produktionen – især er der tale om et stort fald i bilproduktionen.

På Wall Street når aktiekurserne et højdepunkt den 3. september 1929, hvor Dow Jones Industrial Average rammer 381, hvilket er 6,1 gange over lavpunktet på 63 den 16. august 1921. Resten af 1929 sker der store kursfald, særlig den 24. oktober 1929 (*Black Thursday*) og den 29. oktober 1929 (*Black Tuesday*). Ved udgangen af 1929 er

---

<sup>1</sup> Fra interview med Professor ved Harvard University Kenneth Rogoff i artiklen "Historien gentager sig" af Casper Fruergaard Schrøder, *Mandag Morgen*, Særtillæg 18. Januar 2010.

<sup>2</sup> Generelle oplysninger til afsnittet er fundet på <http://da.wikipedia.org>, [www.elex.dk](http://www.elex.dk), <http://nyhederne.tv2.dk> samt i bogen "Finansielle kriser" af Finn Østrup (2008).

kurserne faldet med hele 36% i forhold til højdepunktet. Federal Reserve System reagerer umiddelbart på panikken ved at øge likviditeten via køb af obligationer.

Umiddelbart efter Wall Street-krakket forsøger bankerne at nedskære mængden af udlån grundet den større usikkerhed. Dette bevirker, at man ser en række banksammenbrud allerede i de første måneder af 1930. I 1931 er der tale om omfattende udtræk fra banker, hvortil kunderne har mistet tilliden. Vanskelighederne bliver endnu større, efter at Storbritannien forlader guldfoden i september 1931, eftersom indskydere i USA konverterer til guld i forventning om, at også USA vil blive tvunget til at forlade guldfoden. For at hindre omvekslingen må Federal Reserve Bank of New York gennemføre en renteforhøjelse, hvilket bidrager til bankernes vanskeligheder.

I oktober 1931 organiserer bankerne en fond, der skal støtte kriseramte banker. Denne fond bliver imidlertid tømt i løbet af få uger. I januar 1932 etableres et nyt føderalt agentur, Reconstruction Finance Corporation, af Hoover-administrationen. Agenturet har til hensigt at støtte banker i krise, og yder gennem 1932 meget omfattende lån på sammenlagt USD 900 mio. svarende til 5,4% af de samlede udlån i amerikanske banker i 1932. Effektiviteten hæmmes dog af, at mange banker ikke ønsker at modtage støtte fra agenturet, da det herved vil blive offentligt kendt, at de pågældende banker er nødlidende med risiko for efterfølgende *run* på banken.

Hoover-administrationen mener, at en væsentlig årsag til bankudtrækkene er manglende tillid blandt investorer, herunder også manglende tillid blandt de udenlandske investorer med hensyn til at placere i USA. En årsag til den manglende tillid er også et stort underskud på statsbudgettet. Hoover-administrationen reagerer ved at foreslå skatteforhøjelser i december 1931. Disse senere vedtagne skatteforhøjelser bidrager yderligere til lavkonjunktoren.



Gennem 1932 sker stadig mere omfattende udtræk fra de amerikanske banker, og husholdningerne øger deres beholdning af kontanter kraftigt. Udtrækkene skyldes i første række en generel følelse af usikkerhed. En række amerikanske stater erklærer moratorier (forsinkelse/betalingsudsættelse) på bankers udbetalinger, og da præsident Roosevelt bliver valgt til præsident i november 1932, forlyder det, at den nye administration vil gennemføre en devaluering af dollaren, hvilket yderligere bidrager til en omlægning til fremmed valuta og guld. Mellem 1. februar 1933 og 4. marts 1933 mister Federal Reserve Bank of New York 61% af sine guldreserver. Panikken kulminerer i marts 1933.

Ved indsættelsen af Roosevelt som præsident den 4. marts 1933, har alle amerikanske stater erklæret bankhelligdag. Præsident Roosevelt dikterer herefter en periode med national bankhelligdag, som skal vare fire dage med virkning fra 6. marts 1933. Den 9. marts 1933 vedtages en ny banklov, The Emergency Banking Act, af Kongressen. Loven opstiller betingelser for de banker, der genåbner efter perioden med national bankhelligdag. Banker, der genåbner, skal godkendes af en Federal Reserve Bank for at sikre, at de er tilstrækkeligt solide.

Foranlediget af denne ekstra kontrol lukkes ca. 4.000 banker, og samtidig gives der nye muligheder for, at banker kan få tilført likviditet fra Federal Reserve System. Som en yderligere konsekvens af den amerikanske bankkrise bliver det i juni 1933, via Banking Act of 1933, vedtaget at skabe et amerikansk system med indskydergaranti, som skal administreres gennem et nyt føderalt agentur, Federal Deposit Insurance Corporation. Fonden bliver i første omgang finansieret gennem indskud fra finansministeriet samt fra de 12 centralbanker, der udgør Federal Reserve System.

Gennem 1934 vender tilliden til det amerikanske banksystem tilbage, og der sker en kraftig forøgelse af indskuddene i amerikanske banker. I perioden 1934-41 er der tale om forholdsvis få banksammenbrud i USA.

### 2.1.2 Spanien 1977-1985<sup>3</sup>

I perioden 1977-1985 er der sammenbrud i sammenlagt 52 spanske banker, hvilket svarer til omkring halvdelen af samtlige spanske banker. De kriseramte banker råder over aktiver, som svarer til ca. en fjerdedel af de samlede aktiver i den spanske banksektor. Der har været peget på flere grunde til krisen, i første række Spaniens økonomiske krise ved midten af 1970'erne samt ledelsessvigt. I mange tilfælde er der tale om udlån til virksomheder med tæt tilknytning til enten ledelse eller hovedaktionærer i de kriseramte banker. Der er også tale om udlån til spekulative projekter på ejendomsmarkedet. Det bidrager til omfanget af krisen, at mange banker udvider engagementerne til debitorer, som ikke er i stand til at klare forpligtelserne på tidligere bevilgede forudsætninger.

Krisen bliver håndteret ved, at der i 1978 etableres et særligt selskab, Corporación Bancaria, Banca de España indskyder halvdelen af kapitalen i dette selskab, mens de private banker indskyder den anden halvdel. Selskabet bliver i 1980 fusioneret med den spanske indskydergarantifond. Bankkriserne løses ved, at Corporación Bancaria og senere indskydergarantifonden køber de nødlidende banker (normalt for et symbolsk beløb). Selskabet/fonden vurderer herefter tabene og nedskriver aktiekapitalen. Hvis det skønnes formålstjenligt, bliver aktiver udskilt fra balancen og videresolgt. Den kriseramte bank bliver herefter enten solgt eller – hvis der ikke er basis for en videreførelse – afviklet.

Samlet bliver 32 banksammenbrud håndteret på denne måde. Af disse 32 kriseramte banker bliver 24 af bankerne videreført, 4 bliver likvideret, mens 4 bliver fusioneret med andre banker. Det er en generel vurdering, at selskabet (senere

---

<sup>3</sup> Facts, tal og informationer om dette afsnit er fra bogen "Finansielle kriser" af Finn Østrup (2008).

indskydergarantifonden) har succes med sine restruktureringer, idet det lykkes af få videresolgt hovedparten af de overtagne banker inden for et år.

### 2.1.3 Krisen i Japan i 1990'erne<sup>4</sup>

Ved årsskiftet 1989-1990 opstår der store fald i de japanske aktiekurser, og der er gennem de følgende år også tale om et stort fald i priserne på fast ejendom. Den efterfølgende krise i den japanske finansielle sektor kan deles op i to perioder. I en første periode frem til slutningen af 1997 er der i vidt omfang tale om regulatorisk overbærenhed, hvor myndighederne ikke erkender krisens omfang. Der er i denne periode kun tale om sammenbrud i mindre betydende finansielle virksomheder. Fra december 1997 ser man sammenbrud i nogle af de største finansielle virksomheder, og først her sætter myndighederne ind med en systematisk krisehåndtering i første række baseret på offentlig kapitaltilførsel.

I anden halvdel af 1980'erne er der tale om kraftige stigninger i de japanske aktivpriser. Aktiekurserne stiger således 3,2 gange fra udgangen af 1984 til udgangen af 1989. Samtidig er der tale om meget store stigninger på ejendomsmarkedet i Japan, herunder på erhvervsejendomme.

Medvirkende til stigningen i aktivpriserne er en optimistisk vurdering af de økonomiske fremtidsudsigter. Der er i 1980'erne mange forudsigelser om, at Japan i de kommende år vil udvikle sig til verdens økonomiske supermagt og overskygge USA. Samtidig bliver der i flere banker ført en aggressiv udlånspolitik, hvilket muliggøres af en ekspansiv pengepolitik. Af verdens 10 største banker er de 9 japanske, og bankerne ekspanderer gennem opkøb af udenlandske banker.

---

<sup>4</sup> Facts, tal og informationer om dette afsnit er fra bogen "Finansielle kriser" af Finn Østrup (2008).

Fra årsskiftet 1989-90 oplever man et stort fald i aktivpriserne. Det bidrager til faldet i aktivpriser, at den japanske centralbank sætter renten i vejret. Samtidig bliver der i 1990 indført begrænsninger på muligheden for at belåne fast ejendom. Aktieindekset falder med 54% frem til udgangen af 1992. Der sker samtidig et stort fald i priserne på ejerboliger og erhvervsejendomme. Samtidig indtræder et markant fald i den økonomiske vækst.

Den lave økonomiske vækst efter 1991 skyldes en række forskellige faktorer:

1. Faldet i aktivpriser samt det faldende prisniveau medfører en stigende real gældsbyrde for japanske erhvervsvirksomheder, hvilket trækker erhvervsinvesteringerne ned.
2. Det bliver vanskeligt at stimulere efterspørgslen gennem pengepolitik, idet den korte rente allerede fra 1995 er blevet sænket til et niveau tæt på 0 og i perioden 1999-2006 (med en kortere afbrydelse) ligger på 0. Renten kan således ikke sættes længere ned for at stimulere økonomien.
3. Krisen i de japanske finansielle virksomheder medfører, at det i hvert fald efter 1998 bliver sværere for japanske erhvervsvirksomheder at opnå finansiering til investeringsprojekter.

I perioden efter sammenbruddet i de japanske aktivpriser ved årsskiftet 1989-90 og frem til 1997 gennemføres der en politik, hvor myndighederne generelt ikke erkender omfanget af den japanske krise. Der stilles heller ikke krav om hensættelser til tab i bankerne.

Holdningen i de japanske finansvirksomheder i denne periode er, at problemerne i erhvervslivet er midlertidige. På denne baggrund søger finansvirksomhederne at hjælpe erhvervsvirksomhederne over vanskelighederne ved at udvide långivningen. Det er synspunktet, at erhvervsvirksomhederne på et senere tidspunkt kan tilbagebetale gælden. Denne politik bidrager naturligt nok til at forøge omfanget af

de senere tab. I løbet af perioden bliver det imidlertid stadig mere klart, at erhvervsvirksomhederne har problemer, og det kommer til sammenbrud i en række finansielle virksomheder.

Der har været peget på flere grunde til, at det er muligt for myndighederne at udsætte en endelig løsning på de finansielle virksomheders problemer gennem så lang tid. For det første kommer der først sent et pres fra offentligheden i form af udtræk fra bankerne, idet der er fast tillid til, at staten vil dække bankernes forpligtelser. For det andet er der ikke umiddelbart efter faldet i aktivpriserne i begyndelsen af 1990'erne en forventning om, at det kan komme til så omfattende tab. For det tredje er der i begyndelsen af 1990'erne strenge regler med hensyn til, hvornår hensættelser til tab må optages på bankernes regnskaber, hvilket medfører, at de reelle tab ikke kommer til at fremgå af regnskaberne. Regnskabsreglerne bliver først lempet i løbet af 1990'erne, og det er derfor først i 1997-1998, at bankerne i større omfang påbegynder afskrivninger og hensættelser på udlån. For det fjerde er der en politisk uvilje mod at bruge offentlige midler til at løse krisen. Endelig for det femte medfører den lave rente tæt ved 0, at mange erhvervsvirksomheder, som ved et normalt renteniveau ikke kan klare deres forpligtelser, bliver i stand til at betale deres lån.

Den manglende gennemsigtighed omkring de japanske bankers reelle tab bidrager gennem 1990'erne til en stigende usikkerhed omkring bankernes solvenssituation. Dette er igen medvirkende til en stadig nedgradering af bankernes kreditværdighed gennem 1990'erne, hvilket gør det svært for bankerne at rejse ny kapital.

Ved slutningen af 1997 og i 1998 opstår der en akut finansiell krise i Japan, hvor en række af de store japanske finansinstitutter går ned. Krisen tvinger de offentlige myndigheder til en aktiv intervention, i første række gennem tilførsel af midler over statsbudgettet. De tre største sammenbrud er sammenbruddene i Long-Term Credit Bank (aktiver på USD 240 mia. svarende til 5,2% af BNP), i Yamaichi Securities

(aktiver svarende til 4,3% af BNP) samt i regionalbanken Hokkaido Takushoku Bank (aktiver svarende til 1,7% af BNP).

Ved begyndelsen af 1999 viser en opgørelse, at de 15 største japanske banker har urealiserede tab på sammenlagt JPY 2,7 trillioner (5,3% af BNP), og at der er mulighed for yderligere tab på tilsammen JPY 9,0 trillioner (17,7% af BNP). De japanske banker opfylder herved ikke solvenskravene. Det bliver derfor besluttet at foretage et kapitalindskud på JPY 11,7 trillioner i bankerne, hvoraf de 7,5 trillioner indskydes af regeringen hovedsagelig i form af aktiekapital med præferencestilling. Som betingelse, for at modtage kapitalindskuddene, skal bankerne udarbejde planer for at forbedre effektiviteten. Endvidere bliver der gennem en sammenslutning mellem Resolution and Collection Bank samt Housing Loan Administration Corporation etableret et fælles afviklingselskab for nødlidende engagementer, som banker og andre finansielle virksomheder ønsker at komme af med.

For yderligere at øge effektiviteten gennemfører de største japanske banker i 1999 en række fusioner, hvilket indebærer oprettelsen af tre meget store japanske banker. Fusionerne gennemføres efter opfordring fra myndighederne.

Med vedtagelsen af en ny finansiel lovgivning, Financial Reconstruction Law, i efteråret 1998, åbnes der mulighed for, at en bank i vanskeligheder kan overtages midlertidigt af staten. Der bliver endvidere åbnet mulighed for, at banker i vanskeligheder sættes under administration. I begge tilfælde føres banken videre. I tilfældet med statsovertagne banker skal der tilføres likviditet fra indskydergarantifonden, mens der i tilfældet med banker under særlig administration skal tilføres midler fra Bank of Japan i form af særlige lån. Der bliver endvidere etableret en ny administrativ komite til håndtering af bankkriser placeret direkte i premierministerens kontor og under ledelse af en kabinetminister. Der bliver afsat yderligere offentlige midler til kapitalindskud i banker. Efter 1999 er sammenlagt 11 pengeinstitutter blevet afviklet på grundlag af afviklingsproceduren

under den finansielle lovgivning – heraf de seks i 1999. Bank of Japan tilfører bankerne likviditetsstøtte under afviklingen.

Fra 1999 bliver tilliden til de japanske banker gradvist genoprettet. Bankernes merrente ved lån på de internationale finansmarkeder forsvinder gradvist, da der er tillid til regeringens opbakning bag bankerne. Andelen af nødlidende kreditter i de samlede udlån stiger frem til 2001 og er siden faldet. Der er også sket en forbedring af de japanske bankers driftsindtjening. I 2004 opnår bankerne for første gang siden 1993 en positiv driftsindtjening. Sammenlagt bruger de japanske myndigheder JPY 70 trillioner til støtte for den finansielle sektor – det svarer til 13,6% af BNP i 1998.

#### 2.1.4 Er der forskel, eller gentager historien sig?

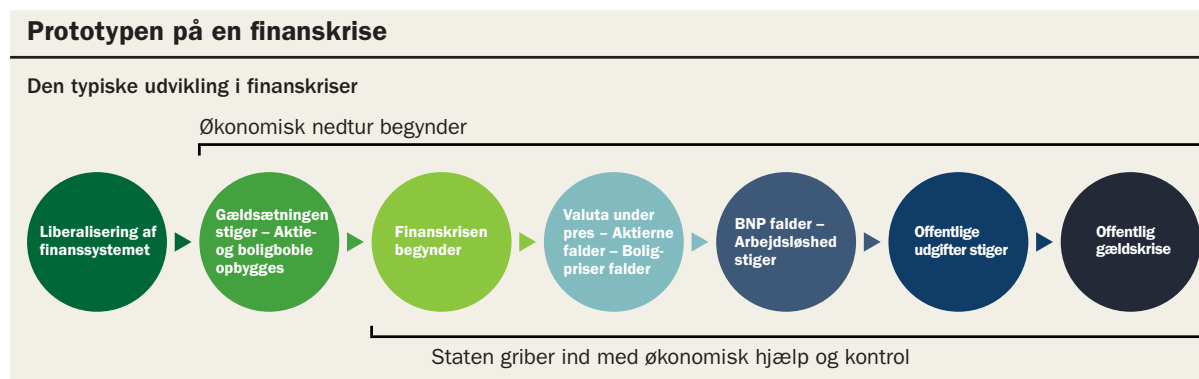
Ved enhver ny finansiell krise hører man altid eksperter og andet godtfolk udtale sig om, at forholdene ved lige præcis denne krise har været helt ekstraordinære, og at det derfor ikke har været til at forudsige krisens komme og omfanget af den. Men er kriserne nu egentligt så forskellige, når det kommer til stykket?

Den meget anerkendte økonom og Harvard-professor Kenneth Rogoff har sammen med kollegaen Carmen Reinhart igennem de sidste mange år studeret og analyseret enorme mængder data om finansielle kriser. Data stammer fra mere end 60 lande og indeholder finansielle kriser helt tilbage fra 1200-tallet. Deres konklusion er klar: historien gentager sig selv.

Det anerkendes, at der selvfølgelig kan være nogle helt ekstraordinære forhold, der gør sig gældende i de enkelte kriser, men dybest set er hver eneste krise blot en ny "forklædning" af et forholdsvist fast defineret forløb, der går igen i langt de fleste kriser.

På figuren på næste side er dette forløb skitseret, og som det ses, så starter en typisk finansiell krise med en deregulering eller anden form for liberalisering af

finanssystemet. Det giver herpå grobund for udvikling af aktivbobler på baggrund af spekulation og kraftigt stigende gældsætning. Det er i denne fase, at den økonomiske nedtur indtræffer. I næste fase begynder den finansielle krise at tage sin form, og først her plejer staten at gribe ind med økonomisk hjælp og kontrol.



**Figur 1: Kriser følger typisk et genkendeligt forløb, der begynder med finansiell liberalisering og kan ende i en offentlig gældskrise (Kilde: Mandag Morgen på baggrund af Reinhart & Rogoff, 2009).**

Hvis ikke aktivboblen allerede er bristet, så er den undervejs til at gøre det i næste step, som er kendetegnet ved kraftige fald i aktiekurser og boligpriser. Det medfører panik på finansmarkederne og massiv formuedestruktion for både private og virksomheder.

Herpå begynder krisen at sprede sig væk fra de finansielle markeder og ud i andre grene af økonomien. Grundet lav vækst og svigtende efterspørgsel falder produktiviteten og BNP i samfundet. Den faldende efterspørgsel betyder, at virksomhederne afskediger medarbejdere, og dermed stiger arbejdsløsheden også i denne fase.

Efter staten har gjort sit bedste for at afhjælpe den faldende vækst og eventuelt tilført stimulpakker til økonomien, er der nu en regning, der skal betales. Den stigende arbejdsløshed medfører også flere udgifter, da udgifterne til folk på overførselsindkomst vil stige. Alt dette betyder en markant stigning i de offentlige udgifter.



Hvis ikke der er penge på kistebunden hos staten, kan de stigende offentlige udgifter ende med en stor offentlig gældskrise. Som oftest lykkes det landet at arbejde sig igennem en sådan krise, men er det ikke tilfældet, og er der ikke tillid til landet, så kan det betyde, at der skal hjælp til fra udlandet, hvis ikke det hele ultimativt skal ende i en statsbankerot.

Forløbet passer selvfølgelig ikke 100% på alle historiske finansielle kriser, og nogle gange opholder man sig kortere eller længere tid i en fase end en anden. Men i langt de fleste tilfælde passer modellen, og det ser tilsyneladende ud til, at historien gang på gang gentager sig selv.

En af Rogoff's pointer er, at kriser faktisk kan forudses, og deres skadevirkninger dæmpes, hvis vi ellers lægger skyklapperne til side og ser realiteterne i øjnene. Helt at undgå kriser er næppe muligt – og i bund og grund heller ikke ønskværdigt. Ifølge Rogoff tester enhver sund økonomi løbende sine egne grænser: *"Det er som med ens børn. Man kan låse dem inde derhjemme i sikkerhed, men så udvikler de sig aldrig. De kan kun modnes ved at bevæge sig ud i den farlige verden. På samme måde skal finansielle systemer have plads til at udvikle sig, men det er afgørende at finde den rigtige balance"*<sup>5</sup>.

### 2.1.5 Opsamling / delkonklusion på "tidligere kriser"

Vi har nu kigget tilbage og kort gennemgået forløbene i tre historiske finansielle kriser. Umiddelbart ser forholdene omkring kriserne vidt forskellige ud.

I USA er stigende vækst med dertil kraftigt stigende aktiekurser op igennem 1920'erne medvirkende til, at en boble springer i 1929, og krakket på Wall Street er

---

<sup>5</sup> Fra interview med Professor ved Harvard University Kenneth Rogoff i artiklen "Historien gentager sig" af Casper Fruergaard Schrøder, Mandag Morgen, Særtillæg 18. Januar 2010.

en realitet. Regeringen gør ondt værre, ved i de kommende år løbende at gennemføre protektionistiske tiltag, der på ingen måde er til gavn for den amerikanske økonomi. Først da Roosevelt bliver valgt til præsident begynder man at iværksætte de rigtige tiltag og skimte et lys for enden af tunnelen. Stille og roligt genoprettes tilliden til den finansielle sektor, og i den sidste halvdel af 1930'erne er der, for så vidt angår den finansielle sektor i USA, ved at være nogenlunde styr på tingene.

I Spanien er det generel økonomisk afmatning op igennem 1970'erne samt ledelsessvigt i bankerne der får den primære skyld for sammenbrud i cirka halvdelen af de spanske banker i perioden 1977-1985. Der gives i perioden store udlån til virksomheder med tæt tilknytning til ledelse eller hovedaktionærer i de berørte banker. Krisens omfang bliver desuden endnu større, idet nødlidende engagementer udvides løbende. Der etableres et særligt selskab til afvikling af de nødlidende banker, og generelt er vurderingen, at afviklingsbanken har været en succes, da den i løbet af et år formår at behandle 32 banker med et tilfredsstillende resultat.

I Japan oplever man i anden halvdel af 1980'erne kraftige stigninger på aktier og fast ejendom – herunder specielt erhvervsejendomme. Stigningerne bunder for en stor dels vedkommende i meget positive analyser for de økonomiske fremtidsudsigter for Japan. Ifølge udsigterne vil Japan blive ny økonomisk supermagt og overstråle USA. I denne periode føres en meget ekspansiv pengepolitik, der muliggør store opkøb af udenlandske banker og selskaber. I 1989-1990 konstaterer man store fald i aktiekurserne og i årene efter på prisen af fast ejendom – det afføder et stort fald i den økonomiske vækst. I første omgang undervurderes omfanget af krisen både af banker og af regeringen. Bankerne understreger dette ved at udvide engagementer med nødlidende erhvervsvirksomheder i håb om, at krisen er midlertidig, og at man derfor kan hjælpe erhvervslivet igennem krisen. Det bliver dog klart, at det ikke er

tilfældet, og i 1997-1998 udbryder en akut finansiel krise, da store banker begynder at krakke, og myndighederne må foretage en aktiv intervention. Også i Japan bliver der med succes oprettet et selskab til afvikling af nødlidende banker, og efter 1999 bliver tilliden gradvist genoprettet. Først i 2004 opnår de japanske banker for første gang siden 1993 positiv driftsindtjening.

Efter analyse af omfattende datamateriale på historiske kriser, har økonomerne Rogoff og Reinhart opstillet "Prototypen på en finanskriser". Den bringer os igennem disse faser:

1. Liberalisering af finanssystemet
2. Gældsætningen stiger – aktie- og boligboble opbygges
3. Finanskrisen begynder
4. Valuta under pres – aktierne falder – boligpriser falder
5. BNP falder – arbejdsløshed stiger
6. Offentlige udgifter stiger
7. Offentlig gældskrise

Prøver man at skære igennem indpakningen af de tre kriser, der er gennemgået, så ses det, at de nævnte forløb på hver sin måde i nogen grad følger de faste punkter, som Rogoff og Reinhart har opstillet.

Kritikere vil argumentere for, at det netop er derfor, jeg har valgt disse kriser. Havde jeg valgt nogle andre, er jeg dog sikker på, at udfaldet ikke var blevet ret meget anderledes.

En af Rogoff's vigtigste pointer med sin omfattende undersøgelse er, at kriser faktisk kan forudses, og deres skadevirkninger dæmpes, hvis vi ellers lægger skyklapperne til side og ser realiteterne i øjnene.

### 2.2 Den nuværende økonomiske krise

Nu hvor vi har kigget lidt på nogle historiske kriser, og fået opstillet nogle faser, som finansielle kriser typisk gennemgår, er det på tide at kigge på den nuværende økonomiske krise.

Meget kort fortalt udspringer Finanskrisen, som vi kender den, fra USA og i særdeleshed det amerikanske boligmarked. Man havde givet boliglån til folk, som ikke var i stand til at tilbagebetale deres gæld. Lånene var blevet bevilget i forventning om, at huspriserne blot ville blive ved med at stige, og risikoen for tab var derfor blevet fortrængt.

Da nogle af husejerne skulle have refinansieret deres lån, kunne de ikke betale de nye ydelser. Det medførte tvangsauktioner, faldende huspriser, krisen blev en realitet, og lavinen begyndte for alvor at rulle.

Snart turde bankerne ikke længere låne penge til hinanden af frygt for at naboen sad med Sorte Per, og flere af verdens største investeringsselskaber og banker gik konkurs. Men hvordan kan nogle af verdens største banker krakke, fordi nogen husejere, som har lånt deres penge et andet sted, ikke formår at betale deres afdrag?

#### 2.2.1 Baggrunden for krisen – hvad skete der?<sup>6</sup>

I kølvandet på "bust.com"-boblen og terrorangrebet 11. September 2001 sænkede den daværende amerikanske centralbankdirektør Alan Greenspan renten til 1% for at afhjælpe de økonomiske eftervirkninger. For at stimulere den amerikanske økonomi i et midlertidigt opsving, bibeholdt man til og med 2004 den lave rente,

---

<sup>6</sup> Afsnittet er skrevet på baggrund af egen viden samt information fra <http://da.wikipedia.org> og <http://crisisofcredit.com>.

hvor den var. Dette tillod den så småt startende boligboble at udvikle sig frit og med en foruroligende fart.

På grund af den lave rente, begyndte investorerne at se sig om efter alternative investeringsmuligheder, da man ikke var tilfreds med det lave afkast på traditionelle statsobligationer. Der udviklede sig derfor i den finansielle verden et større og større marked for derivater og andre nye, specielle, strukturerede papirer. Det resulterede på det nærmeste i et nyt, parallelt banksystem, *shadow banking*-systemet, som der grundet dets pludselige opståen og kompleksitet var svært at regulere og kontrollere.

Den lave rente gav samtidigt banker og kreditinstitutter på Wall Street adgang til en masse billig likviditet. Det betød, at der generelt i denne periode også blev påtaget nogle enorme gældsbyrder, og gearingen hos mange virksomheder i den finansielle sektor blev enorm – også i *shadow banking*-systemet.

Der kom stor efterspørgsel efter et værdipapir, der mindede om en amerikansk statsobligation, men som gav et lidt større afkast. På dansk kender vi det som en realkreditobligation, og i USA opfandt man noget lignende, nemlig en *Collateralized Debt Obligation* (herefter benævnt CDO).

I praksis tager man en masse forskellige amerikanske boliglån og smider i en kasse. Denne kasse kan nu kaldes for en CDO. CDO'en opdeles nu i nogle trancher – eksempelvis tranche A, B og C, som kan købes af investorerne. I tilfælde af, at boligejerne ikke formår at betale deres gæld, er det de investorer, der har købt tranche A, som først får sine penge – derefter tranche B og til sidst tranche C. Det vil sige, at tranche C er meget mere risikabel end tranche A, og derfor vil investorer der har investeret i tranche C også forlange et højere afkast ud fra grundreglen om at risiko og afkast går hånd i hånd.

Der opstod også et "forsikringsprodukt", hvor igennem man kunne forsikre sig mod, at boligejere ikke kunne tilbagebetale deres gæld (i finansstermer kaldes det scenarie *default*). Dette "forsikringsprodukt" blev kaldt *Credit Default Swap* (herefter benævnt CDS). En naiv tro på at markedet havde opnået et vist stabilitetsniveau, resulterede i stadig flere risikobehæftede og komplicerede løsninger som ovenstående i shadow banking-markedet.

I og for sig gik det nogenlunde, men efterhånden blev en række banker og kreditinstitutter mindre kritiske overfor deres kunder. For at få finansieret sit hus blev det ikke længere et krav, at man selv skulle kunne betale noget af udbetalingen på huset, og derudover kunne man næsten låne penge på sit glatte ansigt uden at skulle dokumentere nogen form for fast indkomst. Eksempelvis var de 2 halvoffentlige kreditinstitutter Fannie Mae og Freddie Mac villige til at yde disse risikofyldte lån. Der opstod et moral hazard problem, hvor disse institutter tog alt for store risici, velvidende at de var *Too big to fail*, så den amerikanske centralbank, Federal Reserve (herefter benævnt FED), nok skulle støtte op i tilfælde af problemer.

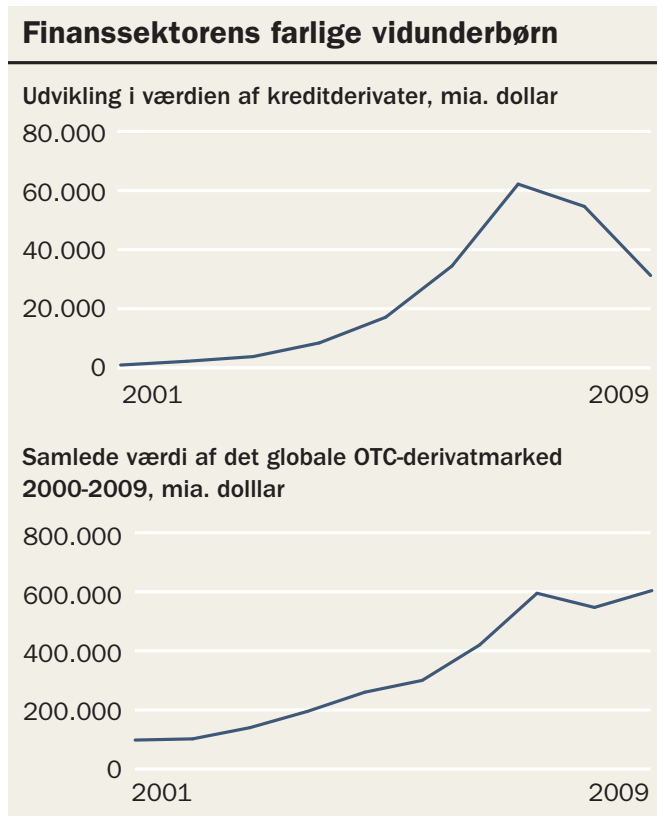
Dette resulterede i de berygtede subprimelån. Mange af disse låntagere havde ikke faste indtægter, og deres kreditværdighed var ikke eksisterende. Lånene blev alene bevilget på baggrund af en forventning om, at huspriserne ville blive ved med at stige. Dette blev imidlertid genstand for en reel overspekulation på det amerikanske boligmarked. I perioden 2000-2005 voksede markedsværdien af boligerne med mere end 50%, og der var samtidig tale om et byggeboom.

Da huspriserne for første gang begyndte at falde i foråret 2007, gik det ikke rigtigt op for boligejerne. Det var først, da man nåede den endelige vending i august 2007, og det gik brat nedad, at boligejerne indså, at deres spekulation var uden hold i virkeligheden.

Så begyndte lavinen at rulle. Flere og flere husejere kunne ikke svare sine forpligtelser, og de defaultede dermed. I USA er boligmarkedet sådan indrettet, at man i disse situationer blot afleverer nøglen i banken, og så står banken som ejere af huset, og må forsøge at få det solgt på bedst mulige måde. Grundet den pludseligt enormt høje default-rate, så blev udbuddet af boliger nu så stort, at prisfaldende på boligmarkedet for alvor eskalerede. Priserne faldt så meget, at selv de gode, kreditværdige kunder ikke så nogen grund til at betale af på deres dyre lån, når deres hus nu var langt mindre værd. De afleverede også nøglerne i banken.

Nu stod banker og kreditinstitutter pludselig med et kæmpe tilgodehavende fra lånene og en bolig-/ejendomsportefølje der ikke havde en værdi i nærheden af tilgodehavendet. Samtidig havde tusindvis af investorer, investeringsforeninger, hedgefonde mv. investeret astronomiske summer i derivater og produkter fra shadow banking-markedet (se figur), hvor mange af disse investeringsmuligheder alene beroede på tilbagebetaling af de lån på boligmarkedet som nu blev misligholdt.

Dette betød selvsagt, at der var nogen der måtte tabe nogle penge



**Figur 2: Derivathandlen tog for alvor fart i 00'erne. Først da finanskrisen ramte verden, loddede begejstringen af. De uigenkendelige finansielle værktøjer er en væsentlig del af forklaringen på finanskrisen (Kilde: International Swaps and Derivates Association og Mandag Morgen).**

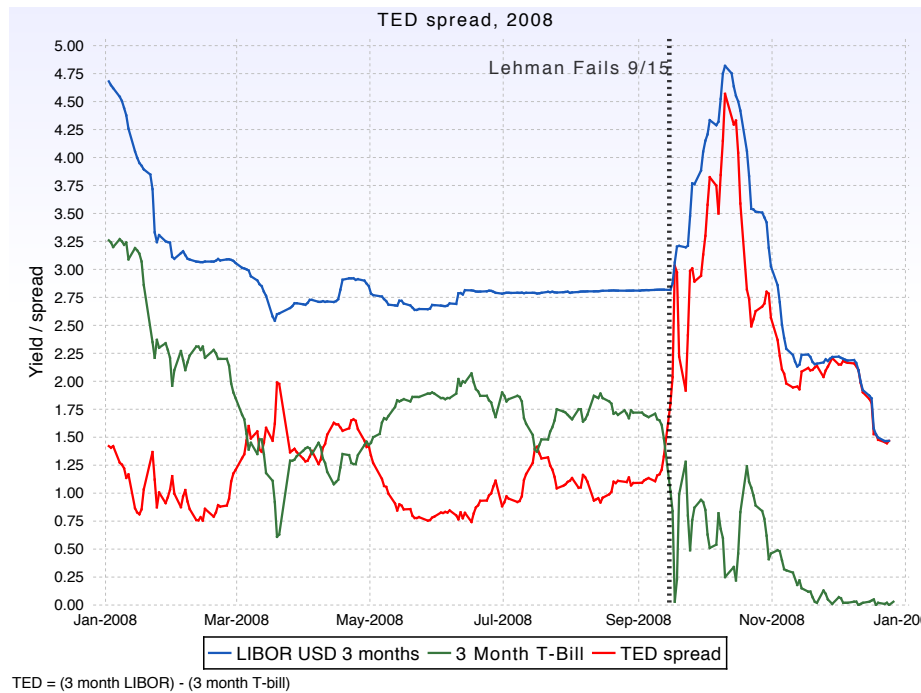
et eller andet sted. Men at omfanget var så stort, som tilfældet siden viste sig at være, var det vist de færreste der havde forestillet sig.

I globaliseringens hellige navn var det nu ikke kun USA der stod med problemerne. I de senere år havde der været stigende fokus på finansiell samhandel mellem europæiske lande og USA – og større tiltro og tillid landene imellem. Denne samhandel resulterede i, at en stor del af markedet for komplekse investeringsaktiver blev solgt videre til europæiske storbanker, som derpå videresolgte disse til almindelige investorer. Den stigende tiltro og tillid havde givet USA en mulighed for flytte risiciene på blandt andet subprimelån over på europæerne, som måske ikke har været klar over den risiko, der var forbundet med investeringerne.

Efterhånden som den ene storbank efter den anden både i USA og Europa var ude at proklamere, at man imødeså store tab på baggrund af investeringerne relateret til det amerikanske subprimemarked, så udviklede der sig en ny fase af Finanskrisen, nemlig kreditkrisen.

Da gennemsigtigheden på shadow banking-markedet nærmest var ikke eksisterende, så begyndte mistilliden at brede sig, da ingen vidste, hvem der faktisk hang på de dårlige lån. Dette var meget tæt på at få den globale finansielle sektor til at smelte ned. Ingen havde tillid til hinanden, og ingen vidste hvilken bank, der ville være den næste til at offentliggøre store tab. Interbankmarkedet, hvor bankerne normalt låner blindt af hinanden til markedsrenten, blev fuldstændigt tørlagt, og kreditspændende udvidede sig kolossalt. Kreditkrisen, et tørlagt interbankmarked samt svigtende tillid til den finansielle sektor, ledte nu over til endnu en ny fase – likviditetskrisen.





**Figur 3: Grafen viser det såkaldte TED-spread. Sreadet er et udtryk for den merrente bankerne skal betale for at finansiere sig på interbankmarkedet. Efter Lehman Brothers' fald forsvandt tilliden i den finansielle sektor, og spændet udvidede sig markant (Kilde: ChartMechanic)**

Likviditetskrisen medførte naturligt nok en pludselig efterspørgsel efter likviditet fra bankernes side. Som tidligere nævnt havde sektoren i den lange periode med lav rente, påtaget sig nogle enorme gældsposter med høj gearing til følge, og derfor led langt de fleste pengeinstitutter af massivt indlånsunderskud, som man nu skulle finde en løsning på at få finansieret.

Da man ikke kunne hente likviditeten på interbankmarkedet, var mulighederne nu begrænset til at lave aktieemissioner, udstede obligationer eller låne pengene hos kunderne. Med den efterhånden svigtende tillid til den finansielle sektor generelt, så var løsningen med aktieemission og udstedelse af obligationer ikke at foretrække, så pludseligt blev kunderne nu tilbudt, efter nuværende normer, enormt høje indlånsrenter, for at placere penge i banken.

Det var selvfølgelig fint nok, at man kunne få en god forrentning af pengene i banken, men efterhånden gik det også op for kunderne, at de høje indlånsrenter måske ikke ligefrem var et sundhedstegn, og at de der tilbød den højeste rente, måske i realiteten også var dem med de største problemer.

Det betød nu, at nogle banker blev udsat for et *run*, fordi kunderne nu begyndte at tvivle på, om banken i det hele taget ville overleve endnu en dag, og derfor ville have sine kontanter ud i rede penge her og nu. Dette gjorde blot ondt værre for de udsatte banker, og efterhånden begyndte de første at bukke under eller blev nationaliseret.

Da mange lande havde ordninger der mindede meget om den indskydergarantifond, hvor kun et vist beløb er garanteret ved bankkrak, begyndte kunderne at flytte formuen rundt i flere forskellige pengeinstitutter, for at gardere sig. Da det ikke er en optimal adfærd for nogen parter blev der i de fleste lande lavet solidariske ordninger mellem regeringer og banksektorer, der lovede fuld garanti for de almindelige kunder.

I det hele taget kom regeringer og centralbanker over hele verden på banen med massive hjælpepakker, rentesænkninger og ordninger der skulle forsøge at begrænse omfanget af krisen. På trods af, at der er blevet tabt astronomiske beløb, og der er sket en formuedestruktion af uhørte dimensioner, så virker det til, at de massive tiltag har virket, og at de akutte problemer på alverdens finansmarkeder indtil videre er overstået.

Aktiemarkedet fandt bunden i marts 2009, og de store fald på alverdens boligmarkeder er indtil videre også aftagende. "Finanskrisen" ser ud til at være et overstået kapitel, mens problemerne nu så småt ændrer karakter. Nu skal man finde en måde at betale regningen på, alt imens der skal sættes gang i økonomierne igen, så recession og arbejdsløshed ikke bliver de næste afledte af krisen.

### 2.2.2 Kronologisk gennemgang af de væsentligste begivenheder

Efter at have sat ord på hvordan krisen udviklede sig, vil jeg nu lave en oversigt over de største milepæle der reelt indtraf i forløbet<sup>7</sup>.

- **Foråret 2007** viser det amerikanske boligmarked de første alvorlige svaghestegn.
- **Juni 2007** kolliderer to hedgefonde under banken Bear Sterns. Fondene har store investeringer i det amerikanske boliglånemarked.
- **20. juli 2007** forbereder investeringsbanken Bear Sterns sine investorer på store tab. Chefen for den amerikanske centralbank, Ben Bernanke, advarer om kommende tab på USD 100 mia. som følge af krise på markeder for subprimelån. Dow Jones falder 4,2% på nyheden.
- **7. august 2007** – Den amerikanske centralbank fastholder renten på 5,25%.
- **8. august 2007** stiger pengemarkedsrenterne voldsomt, og situationen får karakter af en kreditkrise.
- **August 2007** melder franske BNP Paribas om store problemer med investeringer i subprimelån. Den europæiske centralbank tilfører EUR 95 mia. til pengemarkederne for at modvirke krisen. Den amerikanske centralbank følger trop og tilfører også penge til markederne.
- **17. august 2007** sænker den amerikanske centralbank diskontorenten til 5,74% og erkender, at kreditkrisen kan give problemer for landets økonomi.
- **28. august 2007** må den tyske bank Sachsen Landesbank lade sig opkøbe af Landesbank Baden-Württemberg som følge af store tab på amerikanske boliglån.

---

<sup>7</sup> Kilder til oversigten: [www.elex.dk](http://www.elex.dk), [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk), [www.tv2.dk](http://www.tv2.dk), [www.dr.dk](http://www.dr.dk), [www.cnn.com](http://www.cnn.com), [www.epn.dk](http://www.epn.dk), [www.politiken.dk](http://www.politiken.dk), [www.business.dk](http://www.business.dk), [www.borsen.dk](http://www.borsen.dk).

- **13. september 2007** anmoder den engelske bank Northern Rock den engelske nationalbank, Bank of England, om hjælp på grund af likviditetsproblemer. Der bliver *run* på banken, hvor indskyderne nu vil hæve deres penge. Nervøse bankkunder trækker næsten hvad der svarer til DKK 10 mia. ud af banken.
- **18. september 2007** sænker den amerikanske centralbank renten med 0,5%-point til 4,75% for at modvirke kreditkrisens negative effekter på verdensmarkederne.
- **1. oktober 2007** melder Schweiziske UBS som den første finansgigant om store tab på investeringer med forbindelse til det amerikanske boligmarked. Tabet er på DKK 17 mia.
- **Oktober-december 2007** ruller kreditkrisen. Storbankerne melder om store tab som følge af investeringer i subprimelån.
- **6. december 2007** varsler præsident George W. Bush en plan, der skal hjælpe mere end en million tvangsauktionstruede boligejere.
- **21. januar 2008** sænker den amerikanske centralbank renten til 3,5%. Det er 75 basispunkter og den største sænkning siden 1982. Samme dag kommer BankTrelleborg i økonomiske vanskeligheder og overtages af Sydbank for DKK 250 mio.
- **17. februar 2008** redder den britiske stat Northern Rock fra et truende kollaps gennem midlertidig nationalisering.
- **16. marts 2008** kollapser Bear Sterns efter flere ugers rygter om likviditetsproblemer. Banken overtages af J.P. Morgan efter den amerikanske centralbanks mellemkomst. Prisen er blot DKK 1,2 mia.
- **22. marts 2008** varsler Royal Bank of Scotland den hidtil største kapitaludvidelse i britisk erhvervshistorie.
- **3. juli 2008** optages begreberne *subprime* og *credit crunch* i den engelske ordbog Concise Oxford English Dictionary.

- **11. juli 2008** – Roskilde Bank lider store tab på udlån og er i likviditetsmangel. Årsagen er Roskilde Banks massive udlån til ejendomsbranchen, der står for næsten halvdelen af bankens udlån. Banken søger hjælp hos Nationalbanken, der stiller likviditet til rådighed, så banken kan holdes i live i seks måneder. Banken sættes til salg.
- **14. juli 2008** må de amerikanske myndigheder hjælpe realkreditinstitutterne Fannie Mae og Freddie Mac, der lider under likviditetsproblemer.
- **24. august 2008** – Nationalbanken og Det Private Beredskab til Afvikling af Nødlidende Banker, Sparekasser og Andelskasser overtager Roskilde Bank og indskyder DKK 4,5 mia.
- **7. september 2008** må Fannie Mae og Freddie Mac, der tilsammen står for halvdelen af alle USA's realkreditlån, overtages af staten i den største nationalisering i amerikansk historie.
- **15. september 2008** bukker to amerikanske finansgiganter under for kreditkrisen. Lehman Brothers indgiver konkursbegæring og Merrill Lynch overtages af Bank of America for DKK 300 mia. Samme dag køber svenske Handelsbanken Lokalbanken i Nordsjælland, mens Nykredit overtager Forstædernes Bank, der har problemer med at refinansiere lån for omkring DKK 5 milliarder på grund af krisen på interbankmarkedet.
- **16. september 2008** bliver USA's største forsikringskoncern, AIG, reddet af et amerikansk regeringsindgreb.
- **18. september 2008** må det britiske realkreditselskab HBOS efter store tab lade sig opsluge af Lloyds.
- **20. september 2008** annoncerer det amerikanske finansministerium en hjælpepakke med navnet Troubled Asset Relief Program (TARP), hvor staten vil købe aktiver for DKK 700 mia.

- **22. september 2008** – EBH Bank lider store tab på udlån, især efter konkurs i ejendomsselskabet Stones Invest. Bankens direktør fyres og Nationalbanken sikrer banken, der sættes til salg.
- **25. september 2008** bliver USA's hidtil største bankkollaps en realitet, da Washington Mutual Bank overtages af statslige myndigheder og funktionelle dele videresælges til JPMorgan Chase.
- **29. september 2008** taber Bonusbanken egenkapitalen og sælges til Vestjysk Bank. Direktøren fyres. Efterfølgende fusionerer Vestjysk Bank med Ringkjøbing Bank. Dow Jones dykker 778 point, det største absolutte fald på en enkelt dag nogensinde, mens S&P 500 faldt 8,7% - det største kursfald siden børskrakket i oktober 1987.
- **3. oktober 2008** vedtages TARP af Repræsentanternes Hus.
- **6. oktober 2008** går de danske banker og Nationalbanken sammen med staten om dannelsen af en finansiel redningsplan, der sikrer op imod DKK 35 milliarder til den finansielle sektor. Pengene skal indbetales til en afviklingsfond, der skal hjælpe banker i krise. Bankerne betaler efter størrelse. Den omdiskuterede indskydergaranti som dækker opsparede midler i en bank hæves så den gælder det samlede indestående for kunden, og ikke som hidtil kun DKK 300.000. Redningsplanen gav i første omgang alt andet end ro på aktiemarkedet. Mandag den 6. Oktober 2008 lukkede C20 i et samlet fald på 11,06%. Det er det største tab på en enkelt dag nogensinde.
- **7. oktober 2008** kommer en opgørelse fra Den Internationale Valutafond (IMF), og ifølge den har sammenbruddet i den amerikanske finanssektor medført et globalt tab på DKK 7.685 milliarder. IMF advarer samtidig om, at den globale finansielle krise forværres og opfordrer til en koordineret indsats for at inddæmme krisen.
- **8. oktober 2008** fremlægger Storbritannien en redningspakke for den finansielle sektor med GBP 50 milliarder til rekapitalisering af nødlidende

banker og GBP 250 milliarder til garanti af bankernes låntagning. Der sker en koordineret rentenedsættelse fra en række centralbaner, herunder ECB, Federal Reserve, Bank of England og Sveriges Riksbank.

- **9. oktober 2008** overtager det islandske finanstilsyn kontrollen med Kaupthing. De tre store amerikanske aktieindeks falder til de laveste niveauer i fem år. Dow Jones Industrial-indekset mister næsten 7% af sin værdi og når under 9.000 points, det laveste siden 2. maj 2003. General Motors faldt 22% til det laveste niveau siden 1950.
- **22. oktober 2008** rammes aktiemarkedet igen af panikagtige udsalg. C20 falder 6,6%, hvilket er blandt de største fald på en enkelt dag.
- **27. oktober 2008** medfører krisen på Island, at elektronikkæden Merlin går i betalingsstandsning og sælger aktiviteterne.
- **29. oktober 2008** gør finanskrisen for alvor sit indhug blandt selskaberne. Roskilde Bank begærer Centerplan konkurs. Det samlede krav udgør op imod DKK 4 milliarder, hvoraf Roskilde Bank tegner sig for DKK 797 millioner. Samme dag går flyselskabet Sterling Airlines A/S konkurs. På Københavns Fondsbørs var jublen ellers stor. C20 sluttede 8,55% højere, hvilket er den næsthøjeste aktiestigning nogensinde, som kun er overgået af fremgangen på 9,96% den 13. oktober 2008.
- **30. oktober 2008** bukker det ottende danske pengeinstitut under i den eskalerende krise. Morsø Bank overtager aktiviteten i sparekassen Spar Mors, der ikke længere opfylder kapitalkravene.
- **6. november 2008** havde de europæiske aktier generelt en dårlig dag med store tab da den europæiske centralbank sænkede renten med 0,5%-point. Bank of England foretog den største rentenedsættelse siden 1981 med 1,5%-point.
- **10. november 2008** overtager den svenske stat investeringsbanken Carnegie.

- **19. november 2008** sender frygten for et omfattende kollaps i den amerikanske bilindustri hos GM, Ford eller Chrysler aktierne i gulvet. Dow Jones falder over 5%, og bankgiganten Citigroup taber 15% efter at have bebudet massefyringer.
- **20. november 2008** taber C20 5,11%. På det amerikanske marked taber de tre toneangivende indeks alle over 5% på udsigten til, at den tiltagende recession vil blive både hård og langvarig. Det amerikanske finansministerium og den amerikanske centralbank stiller en garanti på USD 306 milliarder til Citigroup.
- **30. december 2008** gøres tabene op på årets sidste handelsdag. Den samlede værdi af aktier noteret på fondsbørsen i København er næsten halveret.
- **4. februar 2009** går islandske Baugur Group i betalingsstandsning.
- **5. februar 2009** offentliggør Danske Bank årsregnskab med et beskedent overskud på DKK 1,1 milliarder, men har tabt over DKK 12 milliarder på udlån. ATP offentliggør et tab i 2008 på DKK 26 milliarder.
- **10. februar 2009** offentliggør Schweiziske UBS et tab på DKK 100 milliarder for 2008.
- **Marts 2009** konstateres det, at aktiekurserne har bundet for nuværende. Hjælpepakker, rentesænkninger og skattelettelser ser nu ud til at have stabiliseret de finansielle markeder.

### 2.2.3 Sammenfald med tidligere kriser og udløsende faktorer

Hvis vi for en stund vender tilbage til Rogoff og Reinhart's prototype for en finanskriser, så passer den - ikke overraskende - også ganske fint på det, vi har oplevet op til og under denne krise.

De første trin i de to økonomers model hedder "Liberalisering af finanssystemet" og "Gældsætningen stiger - aktie- og boligboble opbygges". Det må man også for alvor konstatere, har været tilfældet op til 2007-2008.



Globalt så man generelt forholdsvis lave renteniveauer i 00'erne, grundet et bredt funderet økonomisk opsving. I USA oplevede man i særdeleshed lave renter ovenpå IT-boblen og terrorangrebene på World Trade Center.

Den billige likviditet skabte grobund for massiv gældsætning for både virksomheder og private. Der blev investeret i fast ejendom, aktier og samtalekøkkener, og da priserne kun udviklede sig i opadgående retning, blev markedet til sidst genstand for spekulation. Aktie- og boligboble havde derfor fortrinlige vilkår til at udvikle sig i perioden, og jeg ser bestemt den lave rente som en af de udløsende faktorer i årene op til 2007-2008.

Innovation, liberalisering og deregulering i den finansielle sektor har vi også set masser af i årene op til krisen. Blandt andet så vi herhjemme dereguleringer på markedet for finansiering og ejerbolig, så det blev muligt at låne afdragsfrit, og samtidig blev det muligt at få variabelt forrentede lån i alle mulige afskygninger.

Som vi så på Figur 2, så eksploderede derivatmarkedet nærmest i 00'erne som følge af finansiell innovation. Om der har været tale om bevidst deregulering fra myndighedernes side, eller om man simpelthen bare ikke har kunnet følge med, skal jeg lade være usagt. Men at shadow banking-markedet har været så uigennemsigtigt, som tilfældet har været, har i hvert fald besværliggjort regulering og indgriben fra myndighedernes side.

Uigennemsigtigheden har også gjort prisfastsætningen svær at forstå, og i bagklogskabens klare lys kan man stille sig det spørgsmål, om nogen overhovedet har haft styr på, hvordan alle disse nye produkter overhovedet skulle prisfastsættes? Mange kan i hvert fald med rette konstatere, at de ikke har fået den risikopræmie, som de ifølge porteføljeteorien og CAPM burde have gjort sig fortjent til som følge af de kæmpe risici der viste sig at være på mange af derivaterne i shadow banking-markedet.

### 2.2.4 Specielle forhold denne gang der har bidraget til omfanget af krisen

Selvom det er en kliché, så har der efter min bedste overbevisning også ved denne krise været en række årsager og ekstraordinære forhold der har gjort sig gældende. Måske ikke i selve opbygningen af krisen, men mere i henhold til hvor dybt og bredt krisen har udviklet sig.

Billig likviditet og begrænsede regler og regulering har betydet massiv gearing og gældsætning. Dette betyder at gode forretninger bliver endnu bedre, når tingene går den rigtige vej, men omvendt er slaget også endnu hårdere, når det går den forkerte vej. Et skoleeksempel på dette er nogle af de islandske kapitalfonde, der havde kronede dage i opgangsperioden, men sidenhen rev tæppet væk under bankerne og næsten hele den islandske økonomi.

Globalisering. Den stigende globalisering har betydet, at problemerne ikke har været lokalt forankret. "Sygdommen" der udløste krisen, de dårlige lån på det amerikanske boligmarked, har uden problemer kunnet sprede sig til resten af verden via derivatmarkedet grundet globalisering og stigende samhandel indenfor den finansielle sektor.

Forkerte incitamentsstrukturer og uansvarlig adfærd hos bestyrelser og ledelser. Incitamentsstrukturen har i mange tilfælde været yderst kritisabel. Mange direktører har haft specielle aflønningsforhold, der har været koblet sammen med udviklingen i aktiekursen i det givne selskab. Det har givet anledning til en principal-agent problematik, hvor agenten, direktøren, har haft interesse i at fokusere meget på en maksimering af aktiekursen på kort sigt, hvorefter vedkommende så typisk har kunnet udnytte nogle optionsordninger til egen vindings skyld. Principalen, aktionærerne i selskabet, har derimod langt større interesse i det fremtidige og mere langsigtede cashflow i selskabet, så de får den mest mulige forrentning af deres investering over tid.

Den næste afledte af ovenstående principal-agent problematik er moral hazard. Direktørerne har om ikke stået i en win/win-situation, så i hvert fald i en win/not lose –situation. I mange tilfælde er der fra direktørernes side blevet påtaget enorme risici, og når det er gået godt, har de tjent enorme summer. På den anden side har alt de har risikeret været en fyreseddel, hvis det gik dårligt – selvfølgelig forudsat de har holdt sig på den rigtige side af lovgivningen. Denne asymmetri har medført mange moral hazard-situationer, og har givet grobund for grådighed og yderst kritisabel adfærd. Grådigheden blev mere og mere udtalt hos de dominerende direktører, og i de inkompetente bestyrelser var der ingen, som var i stand til at se, at direktørerne gik langt over deres beføjelser.

Interne og eksterne kontrolinstanser hos virksomhederne har spillet fallit. De dyrt udviklede modeller til monitorering af operationelle risici har svigtet på det groveste, og deres forudsigelser har ikke været gode nok.

### 2.2.5 Hvad siger teorien og de gamle økonomer?<sup>8</sup>

De gamle teoretiske hovedforklaringer kan primært deles op i to overordnede tilgange til finansielle kriser – den monetaristiske tilgang og den keynesianske tilgang (sidstnævnte også kaldet business-cycle tilgangen).

På det makroøkonomiske niveau er disse to tilgange med til at beskrive, hvad der kan være årsagen til finansielle kriser. Den monetaristiske tilgang udspringer af traditionel, neoklassisk økonomisk tankegang om, at markederne er perfekte. Aktørerne er rationelle individer, der handler uafhængigt af hinanden med henblik på profitmaksimering, og alle har samme information og tolker den ens. Da

---

<sup>8</sup> Viden om afsnittet primært tilegnet gennem HD(F)-studiets fag "Finansielle Kriser og Virksomhedskrak" og pensum tilhørende faget.

aktørernes ageren er bestemt af udbud og efterspørgsel, mener monetaristerne ikke, at staten skal regulere i markedet, da dette blot vil forstyrre markedsmekanismerne.

En fremtrædende monetarist er den amerikanske økonom Anna Schwartz. Hun mener, at der findes to former for finansielle kriser, nemlig "pseudokriser" og "rigtige" kriser. Førstnævnte er efter Schwartz' mening et udtryk for svingninger i økonomien, og dét at aktivbobler brister, er blot et udtryk for at markeds kræfterne er i spil, og derfor er der ikke grund til statslig indblanding. De dygtige markedsaktører vil overleve en sådan pseudokrise, og dermed handler disse udsving kort og godt om markedsdisciplin. Rigtige finansielle kriser (systemkriser) opstår derimod, når folk generelt begynder at trække deres penge ud af bankerne af frygt for en konkurs eller et bankkrak. I en sådan situation bør banksystemet modsat støttes med likviditet. Med tanke på den nuværende krise, vil Schwartz givetvis argumentere for, at den "kunstigt" lave rente, som FED var eksponent for fra 2001-2005, har været den bærende årsag. Hvis ikke staten havde blandet sig så kraftigt i økonomien efter IT-boblen og 11. september 2001, så havde den nuværende krise måske ikke udviklet sig, som den har gjort.

En anden monetarist, Joseph Schumpeter mener, at årsagen til kriser og krak skal findes i begrebet *creative destruction*. Denne teori bevæger sig primært på det mikroøkonomiske niveau, og som Schwartz mener Schumpeter, at årsagen til virksomhedskrak oftest skal findes i markedsmekanismerne. Ny teknologi på et marked medfører, at etablerede virksomheder, der ikke formår at innovere, bliver tabere på markedet. Dette er blot et udtryk for, at de dygtige overlever, og det er ikke noget, som staten bør blande sig i. Et praktisk eksempel på dette er Enron, som forsøgte sig på bredbåndsmarkedet, men manglede viden og den innovation, der kunne have gjort selskabet konkurrencedygtigt.

Modsat den monetaristiske tilgang findes den keynesianske eller business-cycle. Denne tilgang bygger på, at agenterne på markedet kun er begrænset rationelle, og

at andre faktorer end udbud og efterspørgsel er med til at bestemme prisen på et marked. Her spiller psykologi som *framing*<sup>9</sup> og lemmingeffekt ind på prisdannelsen. Når agenterne kun er begrænset rationelle, kan bobler og kriser opstå som følge af psykologiske påvirkninger af individerne på markedet. Fra at være perfekte kan markederne udvikle sig til en boble, idet aktørerne alene på forventningen om at tjene penge på en prisstigning driver disse op.

En fremtrædende tilhænger af business-cycle tilgangen er Hyman Minsky. Minsky mener ikke, at statslig indblanding er årsag til finansielle kriser, men at en sådan krise er et udtryk for den uligevægt, der er indbygget i markedsøkonomien. Dette kaldes i Minskys terminologi for *Financial Instability Hypothesis*. Hypotesen tilsiger, at private personer og virksomheder over tid vil påtage sig så megen gæld, at en rentestigning eller et regulært bankkrak udløser en finansiell krise. Minsky opererer med tre faser: hedge, speculative og ponzi finance. Over tid vil eksempelvis en virksomhed, som i starten blot har brugt gæld som hedge bevæge sig mod at arbejde mere spekulativt med sin gældsbyrde. Til sidst vil det ende i et ponzi-scenarie, hvor der hele tiden skal tilføres frisk kapital for at dække det eksisterende cashflow. På denne måde øges gældsbyrden yderligere, og vil til sidst resultere i et kollaps. Bernard Madoff og Stein Bagger har sørget for, at Hyman Minskys teorier igen er blevet aktuelle.

En anden fremtrædende tilhænger af business-cycle tilgangen er Charles Kindleberger. Kindleberger bygger videre på Minskys teorier om finansielle kriser med sine teorier om *Manias, Panics and Crashes*. I stedet for Minskys tre faser opererer Kindleberger med begrebet *displacement*. Dette udtryk dækker over seks faser, som i sidste ende leder til en finansiell krise eller et krak. De seks faser er:

---

<sup>9</sup> Den måde hvorpå vi taler om og opfatter ting

1. *Displacement* – der kommer et eksogent chok. Det kan være en deregulering eller et nyt markedsområde der fører til nye muligheder for vækst.
2. *Speculation* – det nye vækstområde fører til øget spekulation.
3. *Euphoria* – ”Træerne vokser ind i himlen”. Der sættes gang i kapitalbevægelser fra kontanter til aktiver, gearingen øges (både virksomheder og husholdninger).
4. *Distress* – Priserne ”slipper” fundamentale værdier, og det begynder at antage karakter af en boble, som på et givent tidspunkt brister.
5. *Panic – Run* på banker/aktier (Børsen)/eventuelt andre aktivklasser.
6. *Lender of Last Resort*<sup>10</sup> – centralbanken må støtte økonomisk for at undgå sammenbrud.

Et skoleeksempel på Kindlebergers teori anvendt i praksis er IT-boblen i starten af dette årtusinde. Der opstår et nyt vækstområde (IT-investeringer og ny teknologi), og dette vækstområde tiltrækker en stor mængde kapital fra investorer, der begynder at spekulere i prisudviklingen. Der opstår eufori over de høje afkast (IT-firmaer, der aldrig havde givet overskud, steg alligevel voldsomt i værdi), og priserne begynder nu at være ude af trit med fundamentalerne. Det medfører frygt i markedet, og betyder likvidation af aktiver og run på bankerne. Bankerne kan ikke supplere den fornødne likviditet, hvilket til sidst medfører, at centralbanken må træde til som Lender of Last Resort.

### 2.2.6 Passer teorien på den nuværende krise?

Ud fra en monetaristisk tilgang til krisen, kan der findes argumenter for, at realøkonomien blev påvirket i for høj grad i årene efter IT-boblen og terrorangrebene på World Trade Center den 11. september 2001. Af frygt for et

---

<sup>10</sup> Lender of last Resort er den sidste instans der sørger for stabilisering og reorganisering i tilfælde af mistillid.

sammenbrud i økonomien sænkede FED renten kraftigt i 2001-2002 og forhøjede den først i 2005-2006. På det tidspunkt var økonomien allerede i særdeles højt gear, og monetaristerne vil mene, at statslig indblanding var kimen til den nuværende krise. I stedet for i så høj grad at anvende rentevåbnet, burde markederne have reguleret sig selv. Med andre ord kan der have været tale om en pseudokrise i Schwartz' terminologi, som staten i 2001 ikke skulle have blandet sig i.

IT-boblen viste netop, at markederne regulerer sig selv, idet boblen brister, når udbuddet ikke længere matcher efterspørgslen. Staten blandede sig uden tvivl for at undgå en krise, men dette bør, ifølge Schwartz, kun gøres i de tilfælde, hvor en systemkrise er under opsejling. IT-boblen kan blot have været et udtryk for, at økonomien svinger, og de personer der tabte penge på dette, har været mindre kloge end de aktører, der fik reddet skindet på næsen. Overført til mikroøkonomisk niveau, så overlevede de virksomheder, som rent faktisk havde en indtjening og et produkt at bygge aktiekursen på.

Som en anden årsag til krisen, har jeg flere gange angivet udviklingen af den finansielle sektor, med tilførslen af en mængde nye finansielle produkter (swaps, derivater etc.). Ud fra en monetaristisk tilgang vil nye produkter ikke give anledning til opbygning af en boble, da agenterne på markedet er rationelle og profitmaksimerende. Ydermere er der fuld information, så banker og investeringsfonde vil derfor ikke investere i produkter, som er så avancerede og indviklede, at de ikke kan gennemskues.

At nogle banker fik problemer grundet CDS'er, SIV'er og andre eksotiske derivater, er blot et udtryk for, at markedet regulerer sig selv, idet disse aktører ikke har undersøgt produkterne grundigt nok. Joseph Schumpeter vil blot anse dette som et udtryk for *creative destruction* – etablerede virksomheder formår ikke at udnytte den nye innovation af produkter og må derfor se sig slået af andre markedsaktører.

Ikke overraskende vil tilhængere af business-cycle tilgangen mene, at årsagen til krisen skal findes andetsteds. Hvis vi eksempelvis igen kigger på Kindlebergers seks faser til beskrivelse af udviklingen af en finansiel krise, så ser det ud til, at mange af de teoretiske betragtninger er gyldige.

Kindleberger vil helt sikkert argumentere for, at der har fundet *displacement* sted på bolig- og aktiemarkedet. Fra 2003-2006 deltog det meste af verden i en international højkonjunktur, hvor priserne på ejendomme og aktier kun kendte én vej – opad. Spekulationen i disse aktiver bredte sig fra de professionelle investorer til almindelige lønmodtagere, som så en stor fidus i aktier og ejendomme. Dette førte til en eufori over de høje afkast – ses der på Danmark som eksempel, var mange boligejere fremme i medierne for at fortælle hvordan deres ejendom nu var steget så meget, at de havde tjent mere på at være boligejer end lønmodtager.

Priserne var nu så overvurderede, at der mange steder var tale om bobler, og til sidst endte det hele som bekendt med panikudsalg og store prisfald på både aktier og ejendomme. Nationalbanker måtte ud og stille ubegrænset indskydergaranti, og regeringer kom på banen med redningspakker som forsøg på at optø det frosne kreditmarked. Årsagen til krisen peger efter Kindlebergers mening i retning af manglende rationalitet og "lemmingeffekt" blandt aktørerne.

Minsky vil sikkert mene, at årsagen skal findes i den økonomiske uligevægt, der er indbygget i markedsøkonomien. Over tid (fra 2003-2006) har aktørerne på markedet påtaget sig så meget gæld, at rentestigningen fra 2006-2008 medførte finansiel uro. Der kan argumenteres for, at dette var, hvad der skete i USA, hvor kimen til krisen blev lagt med subprimelånene. I lånene var indbygget såkaldte "teaser-renter". Disse renter var kunstigt lave, og når perioden med den lave rente var overstået, så begyndte krisen at tage form med ubetalte lån, høj gearing og banker, der gik konkurs grundet tab på lån.



Fra dette kan der drages en parallel til en anden økonom fra pensum, Linda Lai, som blandt andet har undersøgt årsagen til den tidligere norske bankkrise i 1990'erne. Ifølge Lai er der en række interne psykologiske faktorer (i ledelsen), der først og fremmest spiller ind i en bankkrise: Overoptimisme, man skyder skylden på eksterne faktorer, ulyst til strategiændring, forlænger engagementer længere end man burde, illusion af kontrol samt fokus på den del af informationsstrømmen, der er positiv. I relation hertil, kan Lais betragtninger om overoptimisme og illusion af kontrol beskrive dele af den nuværende krise.

Mange finansielle aktører i USA, og for den sags skyld også i eksempelvis Danmark, må have haft en illusion af kontrol inden krisen. De avancerede finansielle produkter der lå til grund for subprimelånene, viste sig at være meget usikre og indeholde langt mere risiko end først antaget. Bankerne der købte disse produkter, må derfor have haft en illusion af, at kreditrisikoen var inddækket, og det faktum, at det gik så galt som det gjorde, kan være udtryk for, at ledelsen i bankerne har været overoptimistiske og måske haft en tendens til at fokusere på de positive nyhedsstrømme. Lai vil derfor mene, at ledelsen i bankerne bidrog til krisen gennem *misrepresentation*. Kastes et blik på Danmark, er de fleste enige om, at Roskilde Bank-sagen på mange områder indeholder mange af Lais konklusioner.

Linda Lai repræsenterer en nyere teoretisk tilgang til finansielle kriser – behavioral finance tilgangen. Denne tilgang udvikler den monetaristiske tilgang til økonomien om at aktørerne er rationelle og mener, at sådanne forudsætninger er urealistiske.

En anden tilgang til den nuværende finansielle krise er De Bondts, der også kombinerer den monetaristiske tilgang med psykologi. Ifølge De Bondt er markedets aktører ikke rationelle og undersøger derfor "how people think".

De Bondt mener, at aktørerne på markedet bl.a. besidder utålmodighed, overoptimisme og at aktørerne kan blive ramt af *herding behavior*, hvor man følger

flokken, selvom dette ikke er rationelt. De Bondt taler også om *heuristics* – at aktørerne har fokus på, hvad der bekræfter egen opfattelse. Mange af disse psykologiske aspekter kan være med til at forklare den nuværende krise. Aktørerne på markederne kan have overvurderet egne evner, været overoptimistiske og blandt andet i Danmark, har der været en tendens til, at bolig- og aktiespekulation blev hvermandseje - et tegn på *herding behavior*. Undersøgelser af prisforventninger på boligmarkedet viste forventninger om prisstigninger på 5-7 % årligt i 2006 – dette bekræfter De Bondts udtryk for, at aktørerne fokuserer på, hvad der bekræfter forventningerne, da sådanne vækstrater normalt er helt urealistiske.

På mikroøkonomisk niveau har Hamilton og Micklethwait (H&M) suppleret med betragtninger om, hvilke årsager der er til finansielle kriser og virksomhedskrak. Ifølge H&M er årsagerne: Fejlslagen strategi, egenrådige direktører, grådighed, svage bestyrelser, svage interne kontroller samt overekspansion. Mange af disse faktorer går igen i de kendte tilfælde af virksomheder og banker, der er gået konkurs grundet den nuværende finanskris. Tages Roskilde Bank som eksempel igen, er mere eller mindre alle faktorerne opfyldt. Der var en kraftigt egenrådig direktør, en svag bestyrelse, svage interne kontroller og den kraftige ekspansion på blandt andet ejendomsmarkedet var med til at kollapse banken.

Der har i forbindelse med den nuværende finansielle krise været stor debat om, hvilke forholdsregler der fremadrettet skal tages, og hvilken rolle centralbankerne har skullet spille. Reguleringen af den finansielle sektor har været et centralt stridspunkt i finanskrisen. Som tidligere nævnt, har de avancerede finansielle produkter som SIV'er, CDS'er mv. formentlig været en væsentlig faktor i krisens begyndelse på det amerikanske boligmarked. Hvorledes der skal reguleres omkring sådanne produkter, er der imidlertid ikke enighed om.

Tages der udgangspunkt i at forklare krisen gennem manglende regulering, giver Douglas North et væsentligt bidrag. North mener, at aktørernes ageren skal ses som

et udtryk for institutioner – de formelle og uformelle. De formelle er lovgivning og regulering, og de uformelle normer kendetegnes ved værdier og kultur, som omspænder markedet. Det er de institutioner der omgiver os, der definerer incitamentsstrukturen og den regulering aktørerne er underlagt. Ifølge North er en måde at undgå kriser at indse, at forudsætningerne om rationelle aktører og perfekte markeder ikke er realistiske og at forskellige individer opfatter ting forskelligt. Derfor er der brug for en bedre regulering af markederne, da eksempelvis de uformelle institutioner kan være svære at forandre.

En anden betragtning der hænger tæt sammen med ovenstående defineres af Robert Wade. Wade mener, at finanskrisen har skabt behov for en ny tilgang til markederne og reguleringen heraf. Siden 1980 har markederne været præget af højere grad af liberalisering i tråd med den neoklassiske og monetaristiske tilgang. Staten har trukket sig mere ud og overladt regulering til markeds kræfterne. Dette har spillet fallit med udviklingen af finanskrisen, og der er derfor behov for, at staten igen indfinder sig på markederne og regulerer disse. Wade mener, at én af forklaringerne på finanskrisen er manglende finansiel regulering og en løsning herpå må være, at man blandt andet forbyder *off-balancesheet*-aktiviteter og separerer investerings- og retailbanker. Dette falder i tråd med North's betragtninger om institutioner som værende svære at forandre gennem de frie markeds kræfter.

Alle økonomerne der er blevet gennemgået, har et eller flere punkter i deres teorier, som der sagtens kan findes bekræftende vidnesbyrd om i den aktuelle krise, men jeg synes, det er specielt relevant at fremhæve Kindlebergers displacement-teori, da krisen meget slavisk følger denne udvikling.

### 2.2.7 Opsamling / delkonklusion på "den nuværende økonomiske krise"

Finanskrisen har i store træk også fulgt den slaviske gang igennem faserne, der blev opstillet i afsnit 2.1, og der kan findes mange ligheder med tidligere kriser.

Den primære faktor bag krisen er udviklingen på det amerikanske boligmarked, men lave renter og innovation, deregulering og liberalisering op igennem 00'erne har også været udløsende faktorer.

Specielle forhold har bevirket, at bredden og dybden blev så omfattende, at krisen betragtes som den største siden depressionen i 30'erne:

- Billig likviditet og begrænset regulering har medført gearing og massiv gældsætning.
- Globaliseringen har bevirket, at krisen har spredt sig som en steppebrand fra det amerikanske boligmarked til en verdensomspændende finansiell krise.
- Forkerte incitamentsstrukturer og uansvarlig adfærd hos bestyrelser og ledelser drevet af grådighed.
- Interne og eksterne kontrolinstanser har spillet fallit.

Teoretikerne har gennem tiden haft mange bud på, hvordan kriser skal forklares. Med lidt god vilje kan mange af dem også tilpasses denne krise, men specielt Kindlebergers displacement- teori rammer udviklingen skarpt. Det samme var faktisk tilfældet med hans teori under IT-boblen.

Monetaristerne må derimod nok erkende, at den nuværende krise underminerer deres neoklassiske tilgang til tingene.

## 2.3 Hvordan undgår vi fremtidige kriser?

Man må undres over, at man på trods af alle de højtbegavede personer der lever og har levet, endnu ikke har fundet frem til en fornuftig løsning på, hvordan man modvirker og begrænser omfanget af finansielle kriser.

Helt at undgå fremtidige kriser er nok utopisk, men jeg vil i dette afsnit kigge nærmere på, hvad man kan iværksætte for at modarbejde finansielle kriser fremadrettet.

### 2.3.1 "New economy"-tankegang

*"Sammenfattende er vores pointe, at der i perioden marts 2000 til marts 2003 var tale om flere helt ekstraordinære forhold, som fik aktierne til at styrtdykke. Der er ingen grund til at tro, at der vil ske noget lignende de kommende år. Aktiebobler, som den vi oplevede med internet- og teknologiaktier, opstår 2-3 gange for hver hundrede år"<sup>11</sup>*

Der skal for alvor gøres op med tankegangen omkring en ny æra. Historien er et bevis på, at finansielle kriser er kommet med jævne mellemrum, og det vil de blive ved med i fremtiden. Den vigtigste opgave må være at sørge for, de kommer så sjældent som muligt og begrænse omfanget af dem, når de dukker op.

Som ovenstående citat - udtalt i november 2007 - viser, så har vi en tendens til at lade os forblinde af tingenes tilstand, når det går godt. Det var lige præcist, hvad der skete i 00'erne. Vi begik den fejl, at vi virkelig troede på, at en ny økonomisk æra var indtruffet, og at kriser og den slags negativt ladede ord nu var en saga blot.

---

<sup>11</sup> Fra bogen "Tjen en million på aktier" af Bruno Japp og Morten W. Langer, november 2007

Forhåbentligt har vi denne gang lært, at træerne ikke vokser ind i himlen, ellers er vi for naive. Alternativt kan det også være, at den positive tangeegang blot er en naturlig konsekvens af vores adfærd?

Den vel nok mest succesfulde investor i nyere tid, Warren Buffet, har altid investeret ud fra en meget simpel grundregel som også indirekte viser, hvad han mener om "New economy"-tankegangen: *"Be fearful when others are greedy. Be greedy when others are fearful"*.

### 2.3.2 Hvad skal vi se af reguleringer og tiltag fra myndighederne og politisk side?

Det hurtige svar til dette spørgsmål er, at myndighederne og politikerne blot skal sikre, at vi ikke kommer ind i første fase af prototypen på kriserne. Desværre er den opgave nok ikke så lige til.

Om det er strammere regler og lovgivning, der er påkrævet, eller om der skal helt nye ting på bordet, kan være svært at vurdere – jeg hælder nok mest til det sidste. Sikkert er det i hvert fald, at politikerne skal på banen.

Belært af denne krise, så bør der fremadrettet klart reguleres og lovgives omkring gæld og gearing. Endvidere bør der indføres restriktioner på lønninger og retningslinjer for hvilke incitamentsstrukturer, der kan indgå i lønpakker. Der bør også stilles krav til bestyrelsessammensætninger for selskaber af en vis størrelse – tiden er løbet fra bestyrelser, hvor det er slagteren og malermesteren der sidder og klapper hinanden på skulderen. I et eller andet omfang skal der også udtænkes en løsning, der begrænser adgangen til spekulation i bestemte aktiver.

Endeligt bør der udtænkes en form for fælles kontrolinstans der skal implementeres i forskellige brancher – specielt i den finansielle sektor. Det kan også være et fælles regelsæt a la Basel-reglerne, som alle banker skal leve op til. Og så skal den tilsynsførende myndighed selvfølgelig have rigeligt med ressourcer, så tilsynspligten

kan blive udført på tilfredsstillende vis. Jeg kan godt frygte, at finanstilsynene verden over på ingen måde har været i nærheden af at kunne udføre sine opgaver tilfredsstillende forud for Finanskrisen, grundet ressourcemæssige forhold. Jeg har et billede af, at en mus var blevet sat til at passe på en meget aggressiv løve op til krisen.

Kiggelse der isoleret set på den finansielle sektor, så må den virkelig kigge indad og grave dybt. Det er tid til selvransagelse. Hele adfærden og tankegangen skal ændres, og der er et image der skal genoprettes overfor omverdenen, som med rette kan postulere, at skattepenge og hjælpepakker har reddet hele sektoren.

Bankernes operationelle risikostyringssystemer (primært udviklet i forhold til Basel-reglerne) tager i deres stress tests kun højde for historisk baserede *eksterne* chok/forhold. Indtil videre er det vist ikke lykkedes at lave nogen modeller, der også tilgodeser de *interne* problemer, der kan opstå i instituttet – som tilfældet blev set her i krisen.

Jeg kan næsten ikke forestille mig, at et nyt regelsæt ikke bliver pålagt bankerne fremadrettet, der vil betyde, at der skal udvikles nye risikostyringssystemer. Bliver det ikke tilfældet, bør bankerne dog alligevel påtage sig den pligt, at afsætte penge nok i budgetterne til at få udviklet ordentlige systemer.

### 2.3.3 Hvad er der på tegnebrættet?

Figureerne på denne og næste side viser, at arbejdet med at regulere finanssektoren verden over er i gang. Endnu mangler vi dog at se, at idéerne udmønter sig i konkrete handlinger.

Ny regulering i pipelinen				
Status på lovforslag under behandling i USA og EU, fordelt efter emner				
Emne	Formål	Middel	Status EU	Status USA
Too big to fail	Opsplitning af store fallerede banker	Lade store banker betale for regeringsstyret opbrydning  Mere kapital, mindre gældsætning: Banker udlånsportefølje skal nedgeares  Automatisk opløsning, hvis banker overskrider en vis størrelse	Overvejer overnational autoritet for opløsninger	Lovforslag kræver, at store finansielle koncerner betaler til en fond, der finansierer opløsninger  Senatet arbejder på lovforslag, der vil kræve, at selv sunde storbanker skal opløses, hvis de bliver for store
Kreditderivater	Det private marked for derivater skal reguleres	Derivater skal handles åbent på børser	Loggivning planlagt til vedtagelse i 2010	Indgår i nuværende lovforslag
Tilsyn	Myndigheders evne til tidligt at opdage kriser skal styrkes	Nye metoder for overvågning af systemiske risici i det finansielle system	Tre forskellige overnationale paneler skal overvåge systemiske risici inden for bank-, aktie- og forsikringsverdenen  Desuden overnationalt panel, der skal kunne tvinge nationale myndigheder til at gribe ind	Lovforslag svinger fra ønsket om at etablere en overordnet overvågningsmyndighed for bankverdenen til ønsker om at fortsætte det nuværende system med flere forskellige myndighedsinstanser
Forbrugerbeskyttelse	Skærme forbrugere mod uigennemsigtige risici	Uafhængigt agentur skal scanne markedets tilbud til private inden for boliglån og kreditlån  Øge produkternes gennemsigtighed	—	Lovforslag følger præsident Obamas anbefaling om at skabe et agentur for finansiel forbrugerbeskyttelse
Ledelsesafsløning	Begrænse bonusordninger, der tilskynder til øget risiko	—	Love om begrænsninger træder i kraft i år i Tyskland, England, Holland og Schweiz	Planer om ny beskatning af bonusser
Ratingbureauer	Sikre, at ratings af finansielle produkter og institutioner bliver mere pålidelige end før krisen	Gøre ratingbureauer mindre afhængige af de aktører, der rates	Regler, som skal modvirke interessekonflikt trådte i kraft 7. december 2009. De kræver fuld åbenhed om, hvilke ratingmodeller virksomhederne anvender. Ratingbureauer skal adskille ratingafdelingerne fra de afdelinger, der indgår kontrakter med kunderne	Nuværende lovforslag i den amerikanske kongres prøver at mindske interessekonflikt mellem rater og kunderne, der betaler for ratings
Kapitalpolstring af banker	Øge bankernes kapitalbuffer, så de kan modstå krisetider	—	Basel-komiteen vil fremlægge global reguleringspakke i januar. Rådet har bl.a. foreslået, at man begrænser andel af handlede aktiver. EU støtter tanken	I USA har formanden for New Yorks FED, William Dudley, arbejdet for, at Basel-komiteens forslag også bliver indarbejdet i amerikansk lov

Figur 4: Lovgivere verden over arbejder i øjeblikket på nye måder at regulere finanssektoren. Foreløbigt har det dog skortet på konkrete beslutninger (Kilde: EU-Kommisionen, den amerikanske kongres, Bloomberg News og Mandag Morgen).



Også Basel-reglerne er ved at blive revurderet, og snart vil vi nok se nogle nye Basel III-regler.

## På vej mod Basel III

Bank of International Settlements (BIS) i Basel har i december offentliggjort forslag til fremtidige ændringer af de internationale rammebetingelser, der regulerer finanssektoren. De fem hovedpunkter nedenfor er sendt i høring hos branchen samt de relevante nationale og internationale myndigheder. De forventes at blive styrende for fremtidens europæiske og amerikanske lovgivning på området. BIS vil indføre

- Øgede krav til kvalitet, konsistens og gennemsigtighed af kapitalbasen. Det skal garantere, at store, internationalt aktive banker bedre kan modstå tab – både på løbende poster og realiserede. Under Basel II-regelsættet har løsere kapitalformer som lånekapital og uforsikret gæld kunnet fungere som bærende reserver. Det viste sig dybt problematisk, da interbankmarkederne brændte sammen i 2008/2009, og risikopræmierne steg massivt.
- Øgede kapitalkrav, når det gælder *counter party*-kreditrisiko i forbindelse med handel med derivater, repo-lån og finansiering af finansielle aktier, obligationer, gældsbreve mv. Dette vil øge modstandsdygtigheden i individuelle banker og reducere risikoen for, at pludselige chok overføres fra en institution til en anden med risiko for at udløse en lavine. Dette vil også øge incitamentet til at flytte handel

og overvågning af OTC-derivater til centrale børser og clearing-centraler.

- En gearinggrænse, der ledsages af en strammere definition af kernekapital. Dette skal modvirke overdreven gearing i banksektoren, risikoen for sammenbrud i risikostyringsmodeller samt forsøge på at omgå systemet. Gearinggrænserne skal harmoniseres internationalt.
- Modcykliske tiltag, der skal opbygge kapital-buffere i gode tider. Dette skal dæmpe effekterne af finansielle choktilstande og kombineres med krav om større hensættelser til fremtidige forventede tab.
- Nye minimumsgrænser for likviditet for internationalt aktive banker, underbygget af langsigtede strukturelle likviditetsgrænser. Dette er endnu et tiltag for at sikre mod overdreven risikotagning og suppleres med nye redskaber til regulatorer, så det bliver lettere at identificere og analysere overordnede risikotendenser og likviditetsbehov i finanssystemet.

KILDE: BIS OG MANDAG MORGEN.

Figur 5 (Kilde: Bank of International Settlements (BIS) og Mandag Morgen)

### 2.3.4 Opsamling / delkonklusion på "hvordan undgår vi fremtidige kriser?"

Kort og godt er kriser en naturlig konsekvens af den måde tingene udvikler sig på. Vi må fremadrettet blot prøve at agere således, at vi begrænser omfanget af de kriser, der opstår, bedst muligt. Der ligger i høj grad en stor opgave for politikere og myndigheder forude, for vi må se i øjnene, at regulering er vejen frem herfra.

### 2.4 Perspektivering – når økonomi bliver til religion

Hvis vi for alvor skal male med den brede pensel, så er der nogle meget generelle overvejelser man kan gøre sig, når man tager en tur op i helikopteren og kigger på det hele lidt fra oven.

#### 2.4.1 Planøkonomi vs. Kapitalisme

Noget der stort set ikke er berørt i opgaven, er den evne mange lande fra fjernøsten og emerging markets har haft til at styre igennem Finanskrisen uden ret mange skrammer.

Det giver stof til eftertanke. Mange af disse lande er typisk kendetegnet ved at være styret meget centralt, og rettighederne og vilkårene for almindelige mennesker er ikke så gode, som dem vi kender fra den vestlige verden. Deres gældsætning og risikotagning har dog haft langt mere fornuftige proportioner under krisen, end i Vesten, og deres meget centrale styring har betydet, at der hurtigt og effektivt har kunnet ageres fra regeringernes side. Hvis borgerne er blevet dikteret noget i disse lande, så er der ikke blevet stillet spørgsmål – instruktionerne er blot blevet ført ud i livet. Resultatet har tydeligvis været langt bedre.

Var det bare en enlig svale, eller skal vi til at kigge på måden man lever og agerer på i forhold til fremtidige kriser? Jeg håber på det første. En af grundsætningerne i kapitalismen er, enhver er sin egen lykkes smed. Men hvis konsekvensen af det er den grådighed man har set under Finanskrisen, så ved jeg snart ikke, hvilken af løsningerne der er bedst.

### 2.4.2 Monetarister vs. Business cycle? Effektive markeder?

Monetaristernes mantra om "lad falde hvad ikke kan stå", og at krak og kriser er et spørgsmål om markedsdisciplin, må også efterhånden være begravet nu. Den efter min mening noget primitive måde at anskue økonomisk teori på, har på ingen måde vist sig at have sin rigtighed under krisen. Det underliggende grundprincip om, at der eksisterer effektive kapitalmarkeder, og at vilkårene herfor er opfyldt, har på ingen måde holdt vand.

Et effektivt kapitalmarked er et marked, hvor priserne på finansielle aktiver på ethvert tidspunkt fuldt ud reflekterer al relevant information, som er tilgængelig på det pågældende tidspunkt.

Hvis man kombinerer ovenstående definition med shadow banking-markedet har man to ting, der på ingen måde harmonerer, og der vil kunne findes massevis af lignende eksempler, hvor antagelsen om effektive kapitalmarkeder er helt ude af proportioner.

Når alt det så er sagt, så kan det jo undre, at den klare majoritet af alle økonomiske lærebøger fortsat bygger på dette enormt forsimplede princip, når det gang på gang kan bevises, at det ikke er tilfældet. Hertil vil svaret være: vi har ikke bedre principper at lægge til grund for vores teori. Men er det rimeligt at antage?

Hvad sker der den dag, hvor der for alvor bliver enighed om, at markederne er ineffektive?? Skal vi så til at revurdere al økonomisk teori og starte forfra?

### 3. Konklusion

#### 3.1 Opsamling på hele analysen

På baggrund af analyse af tidligere kriser, har det været muligt for de to økonomer, Kenneth Rogoff og Carmen Reinhart at opstille en prototype for finanskriser med nogle definerede faser, som kriser typisk gennemløber:

1. Liberalisering af finanssystemet
2. Gældsætningen stiger – aktie- og boligboble opbygges
3. Finanskrisen begynder
4. Valuta under pres – aktierne falder – boligpriser falder
5. BNP falder – arbejdsløshed stiger
6. Offentlige udgifter stiger
7. Offentlig gældskrise

De tre kriser, der blev kigget nærmere på i analysen, havde dybt forskellige forudsætninger og karakteristika. Alligevel kunne de faste punkter i nogen grad genkendes i alle tre tilfælde.

En af Rogoff's vigtigste pointer med sin omfattende undersøgelse er, at kriser faktisk kan forudses, og deres skadevirkninger dæmpes.

Også i analysen af den nuværende økonomiske krise, er Rogoff's model relevant. Indtil videre har også denne krise i store træk fulgt den slaviske gang igennem faserne.

De gamle økonomer har gennem tiden også haft mange kriseforklaringer. Mange kan med lidt god vilje spejles i denne krise, men speciel Kindlebergers displacement-teori er meget rammende for den udvikling der er sket.

Den primære faktor bag krisen er udviklingen på det amerikanske boligmarked, men lave renter og innovation, deregulering og liberalisering op igennem 00'erne har også været udløsende faktorer.

Derudover har specielle forhold som gearing og massiv gældsætning, globalisering, fejlslagne incitamentsstrukturer, uansvarlighed og grådighed samt svigtende kontrolinstanser alle bidraget til, at bredden og dybden af krisen er blevet så omfattende, som det er tilfældet.

Hvordan undgår vi så finansielle kriser fremadrettet? Svaret på det spørgsmål er, at det er umuligt. Dog vil en mere ydmyg tilgang til tingene nok ikke være at foragte, i forhold til den grådighed vi har oplevet i specielt den finansielle sektor de senere år.

Vi vil med jævne mellemrum løbe ind i kriser, lignende den vi har oplevet fra og med 2007. Vores fornemste opgave bliver at agere således, at vi begrænser omfanget mest muligt.

Undervejs er det derfor vigtigt, at de rigtige kontroller er på plads, og at de tilsynsførende myndigheder har ressourcer nok til at udøve deres tilsyn på betryggende og tilfredsstillende vis. Kun på den måde kan vi forsøge at være på forkant med tingene.

### **3.2 Reaktion på Finanskrisen nu – regulering!**

I bagklogskabens ulideligt klare lys, er der næppe nogen tvivl om, at monetaristernes tankegang ikke holder. Dét, der er brug for nu, er regulering.

Der skal reguleres på en måde hvorpå, at incitamentsstrukturen hos ledelsen i selskaberne ændres. Det kan være i form af restriktioner på aflønningsordninger, aktie-optioner mv. Fokus skal igen flyttes til det langsigtede mål i stedet for den

kortsigtede profitmaksimering. Der skal med andre ord sættes en stopper for grådigheden, hvor svært det end kan lyde. Ydermere har vel nok den vigtigste faktor i relation til omfanget af krisen, været den enorme gearing og de massive gældsposter i virksomhederne. Der må og skal ske en regulering på dette område, så man ikke bare kan pumpe balancerne op på vanvittige størrelser, som man har været vidne til.

Specielt i den finansielle sektor kunne det også være relevant at kigge på derivatmarkedet og shadow banking-systemet. De indviklede konstruktioner på derivatprodukterne, hvor stort set alt er muligt, var én af de udløsende faktorer på hele krisen, henset til subprimeproblematikken.

Der skal indføres både lokale, regionale og globale kontrolinstanser, der er deres opgave voksen, og der kan tilsikre, at de reguleringer der bliver indført, også bliver overholdt.

På makrosiden skal man udvise rettidig omhu, og løbende forsøge på at sikre en lovgivning der kan holde tilløb til bobledannelse i kort snor. Det er nok desværre noget lettere sagt og skrevet, end det er at føre ud i virkeligheden. Et af tiltagene kunne dog være at tilsikre større transparens og gennemsigtighed på en lang række områder, så tingene ikke først kommer op til overfladen, når det er for sent.

På trods af alverdens gode tiltag og reguleringer, er det nok naivt at tro, at man kan komme fuldstændigt udenom fremtidige finansielle kriser og virksomhedskrak – det vil i princippet svare til, at vi igen efter denne krise, vil starte snakken omkring en ny æra uden kriser. Det vil være ligeså virkelighedsfjernt som monetaristernes antagelse om effektive markeder. En positiv ting er der dog at sige om kriserne. De giver lejlighed til med jævne mellemrum at få afprøvet og aflivet nogle af de økonomiske teorier, og samtidig danner de grobund for, at nye kan komme til.

## 4. Litteraturliste

### 4.1 Bøger

- Andersen, Ib "Den skinbarlige virkelighed"  
3. udgave 2005, 2. oplag 2006
- Hamilton & Micklethwait "Greed and Corporate Failure"
- Ellemose, Søren "Finanskrisen",  
1. udgave, 2009
- Østrup, Finn "Finansielle kriser"  
1. udgave, 1. Oplag, 2008

### 4.2 Artikler

- Alsman, Stephan Wedel "Kun total åbenhed kan forhindre fremtidig krise", Mandag Morgen, Særtillæg 18. Januar 2010
- De Bondt, Werner "Bubble Psychology", Artikelsamling  
"Finansielle Kriser og virksomhedskrak"
- Schrøder, Casper Fruergaard "Historien gentager sig"  
Mandag Morgen, Særtillæg 18. Januar 2010
- Schwartz, Anne J. "Real and Pseudo-financial Crises"  
Artikelsamling "Finansielle Kriser og virksomhedskrak"

### 4.3 Præsentationer

Rose, Caspar

"Rebuilding the architecture of financial regulation – lessons from the crisis"

### 4.4 Hjemmesider

[da.wikipedia.org](http://da.wikipedia.org)

[crisisofcredit.com](http://crisisofcredit.com)

[www.berlingske.dk](http://www.berlingske.dk)

[www.borsen.dk](http://www.borsen.dk)

[www.business.dk](http://www.business.dk)

[www.chartmechanic.com](http://www.chartmechanic.com)

[www.cnn.com](http://www.cnn.com)

[www.dr.dk](http://www.dr.dk)

[www.elex.dk](http://www.elex.dk)

[www.epn.dk](http://www.epn.dk)

[www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

[www.politiken.dk](http://www.politiken.dk)

[www.tv2.dk](http://www.tv2.dk)