

HD 2. del – Finansiering

Hovedopgave - sommer 2009

Opgaveløser: Mathias Løfgren Pedersen

Vejleder: Jens Lunde

Subprime krisen i USA



- "Financial crises are like ... pretty women... hard to define, but recognizable when encountered"

Indhold

Indhold	side 1-2
Forkortelsesoversigt	side 3
Ordforklaring	side 4

Kapitel 1

Metodologi

1.1 Indledning	side 5-7
1.2 Problemstilling	side 7
1.3 Problemformulering	side 8
1.4 Metode	side 8-10
1.5 Kildekritik	side 10-11
1.6 Afgrænsning	side 11-12

Kapitel 2

Subprime lån

2.1 Hvad er subprime?	side 13-17
-----------------------	------------

Kapitel 3

Finanssektoren i USA

3.1 Det finansielle system	side 18-19
3.2 Securitization	side 19-21
3.3 Subprime krisen og Securitization	side 21-22
3.4 Kritik af securitization modellen	side 22-23
3.5 Delkonklusion	side 23-24

Kapitel 4

Liberalisering af det finansielle system

4.1 Liberalisering og deregulering siden 1970'erne	side 25-27
4.2 Gramm-Leach-Bliley Act of 1999	side 27-29
4.3 Financialization	side 29-34
4.4 Økonomiske kriser – financialization	side 35-36

4.5 Bobler – Financialization side 36-38

4.6 Delkonklusion side 39

Kapitel 5

Boligmarked i USA

5.1 Det amerikanske boligmarked side 40-44

5.2 Delkonklusion side 44

Kapitel 6

Den amerikanske regering og Fed

6.1 Makroøkonomiske indgreb fra 2001-2009 side 45-48

6.2 Rentenedsættelser side 48-52

6.3 Skattelettelse side 52-54

6.4 Fed som “Lender of Last Resort” side 54-61

6.5 Delkonklusion side 61

Kapitel 7

Skyldsspørgsmålet

7.1 Ansvar for Subprime krisen? side 62-68

7.2 Delkonklusion side 68

Kapitel 8

Diskussion

8.1 Fremtidens finansielle system? side 69-71

Konklusion side 72-73

Perspektivering side 74-78

Litteraturliste side 79-87

Bilag 1-31 side 88-109

Forkortelsesoversigt

IMF:	International Monetary Fund (den Internationale valutafund).
G7:	Group of seven (medlemslande: Frankrig, Tyskland, Italien, Japan, England, USA, Canada)
FDIC:	Federal Deposit Insurance Corporation (den amerikanske indskydergarantifond)
SEC:	U.S. Securities and Exchange Commission (det amerikanske finanstilsyn)
NINJA:	No Income No Job and Assets
OCC:	Office of the Comptroller of the Currency
ARM:	Adjustable-rate mortgage
CDO:	Collateralized debt obligation
CMO:	Collateralized mortgage obligation
SPV:	Special Purpose Vehicle
SIV:	Structured Investment Vehicles
CP-marked:	Commercial Paper market
S&P:	Standard & Poor's Ratings Service
GDP:	Gross domestic product (bruttonationalprodukt i USA)
GSE:	Government Sponsored Enterprises
Fed:	The Federal Reserve Bank (den amerikanske centralbank)
ECB:	European Central Bank (den europæiske centralbank)
BOE:	Bank of England (den engelske nationalbank)
AIG:	American International Group, Inc. (amerikansk forsikringsselskab)
Fannie Mae:	Federal National Mortgage Association
Freddie Mac:	Federal National Mortgage Cooperation
Ginnie Mae:	Government National Mortgage Association

Ordforklaring

Asset Backed Securities: Er en type af strukturerede kreditobligationer, hvor en portefølje af aktiver, f.eks. subprime boliglån, ligger til sikkerhed for forskellige klasser af ABS-obligationer. De enkelte klasser har forskellig fortrinsret i forhold til de aktiver, der ligger til sikkerhed, og forskellig risikoprofil. De sikreste af disse klasser af ABS-obligationer har kreditvurderingsbureauerne vurderet til den højeste rating, AAA.

Mortgage-backed securities: Er en gældsforpligtelser, der repræsenterer fordringer på cash flows fra puljer af realkreditlån, mest almindeligt i fast ejendom til beboelse. Realkreditlån er købt fra banker, realkreditinstitutter og derefter samles i puljer af et statslige eller privat enhed. Virksomheden udsteder derefter værdipapirer, der repræsenterer fordringer på hovedstol og rentebetalinger foretaget af låntagere på lånene i puljen, en proces kaldet securitization.

Alt-A lån: Er lån, som omfatter låntagere med en god kredithistorie, men som ikke lever op til prime lånenes standarder for dokumentation og realkreditgældens størrelse i forhold til indkomsten eller boligens værdi. Alt-A lån står for omkring 12 pct. af de udestående realkreditlån.

FICO: Er et anerkendt kreditvurderingssystem fra USA udviklet af Fair Isaac Corporation. FICO vurderingssystem giver karakter til låntageren fra 300-850, alt efter hvor god økonomi låntageren har. Nu højere karakter – nu bedre låneforhold.

Kapitel 1

Metodologi

1.1 Indledning

Indtil for to år siden kendte de færreste udenfor USA til subprime og opbygningen af det amerikanske boligmarked. Men da boligmarkedet begyndte at styrtdykke i 2006 efter rekord højder, og snesevis af banker blev erklæret konkurs i løbet af et par uger, blev markedet fyldt med bekymringer om en større global økonomisk krise. Alvoren og kendskabet til subprime blev en realitet for mange, da den amerikanske centralbank Fed tog rentevåbenet i brug og samtidig tilførte likviditet til det skræmte finansielle marked. Fed anført af Ben S. Bernanke og regeringen med Barack Obama i spidsen, har udtalt at de vil gøre alt i deres magt for at forhindre en længerevarende krise.

Usikkerheden omkring de amerikanske subprime lån, boliglån udstedt til folk med lav kreditværdighed, har ført til en regulær krise for den amerikanske økonomi. Hvordan er det kommet så vidt i USA? Baggrunden for krisen er, at amerikanske banker udlånte penge til subprime låntager som fik skræddersyet lånene. Disse lån havde fast rente de første 2-3 år, hvorefter renten blev variabel. En farlig cocktail hvis boligpriserne ville falde samtidig med at renterne begyndte at stige. En kombination, som ville gøre mange amerikanske boligejere teknisk insolvente. Renterne er nu steget betydeligt, folk kan ikke betale, og tabene har manifesteret sig som ringe i vandet i lånesektoren. De største tabere har indtil videre været dem med direkte subprime investeringer, primært banker og hedgefonde. Men hvorfor valgte de amerikanske banker og kreditinstitutter at låne mia. af dollars ud til folk med decideret dårlig kreditværdighed? Udredningen skal findes i at låneaktiviteten forekom under boligboommet, jo længere det varede, jo slappere blev lånereglerne, en tilbøjelighed man også har set under tidligere boligbooms i USA. Har banker og kreditinstitutter ikke lært af tidlige kriser? Medgangen gjorde bankerne i stand til at skrue gebyrer og lånerenter i vejret overfor de finansielt dårligt påklædte kunder. Risikoen synes lav, for hvis låneren ikke kunne betale, ville banken bare beslaglægge boligen og sælge den videre med overskud. En pengegrisk tankegang, der nu også giver bankerne tømmermænd gennem massive nedskrivninger, eftersom boligmarkedet er i kraftig nedadgående retning.

Processen af finansieringen stammede til dels fra det faktum, at der for fire-fem år siden stadig var billige penge i omløb, fordi renterne var historisk lave. Hvordan kan den lave Fed Funds rate have noget med subprime krisen at gøre? Banker og kreditinstitutter havde mulighed for at låne penge til lave renter, hvorefter de institutionelle långivere kunne udlåne til højere renter. Bankerne fik via reservebanksystemet mulighed for at låne mange gange de beløb, som de havde i depot hos centralbankerne. Disse midler endte blandt andet hos subprime lånerne. Tingene begyndte for alvor at gå galt, da boligmarkedet i USA tordnede fremad og til sidst havde subprime låneren påtaget sig så meget gæld, at låntageren ikke kunne betale. Situationen begyndte først at blive uoverskuelig, da renten begyndte at stige i USA og resten af verden. Rentestigningen opstod, da pengeoverskuddet gradvist fandt vej ind i råvarer. Med øget inflation kom den øgede rente. Den stigende rente trak en lang række tvangsauktioner med sig, efterhånden som subprime låneren ikke kunne tilbagebetale deres ydelse. Tvangsauktioner fik boligboblen til at springe og siden midten af 2006 er det kun gået nedad. Konsekvenserne startede med at tage til i bankerne og hedgefondene, som lå inde med strukturerede "subprime-pakker" (CDO), der i realiteten intet var værd. Følgerne var så store at investeringsbanken Lehman Brothers måtte lade livet, og i dag er der ingen investeringsbanker tilbage i USA. Likviditeten er blevet trukket helt ind til kroppen og har forårsaget, at interbank marked er brudt helt sammen. Fed reagerede pronte med at skyde likviditet i marked. Men har Fed ageret hurtigt og effektivt nok som "Lender of Last Resort"? Og er det, det rigtige at hjælpe nødlidende virksomheder såsom AIG, Fannie Mae og Freddie Mac med mia. \$ af skatteydernes kroner? Subprime krisen er rødglødende, og ingen vil røre boligmarked. Alt er gået i stå, og det er blevet værre og værre, efterhånden som tvangsauktionerne hober sig op. Tvangsauktioner har fået knock-on virkning på den økonomiske aktivitet. Fed har reageret i flere omgange med rentenedsættelser, for at stimulere økonomien, og Fed Funds rate ligger i øjeblikket på 0,25 pct..

Brugen af gearing har givet gevaldige problemer blandt hedgefonde, der har været investeret i subprime via obligationspakker, de såkaldte CDO'er. Problemet med disse "pakker" er, at bankerne har haft mulighed for at binde god og dårlig risiko sammen

under overskriften god risiko. Da rating bureauerne samtidig vurderede CDO'erne til at være sikker "AAA" investeringer, så investorer ingen risiko i at investere i produktet. Men med et slag blev derivatpakkerne værdiløse. Hedgefondenes tab har primært givet systemet et chok, hvor investeringsrisiko i kredit og obligationer er blevet revurderet alle vegne, primært fordi CDO'erne nu er mindre værd end hidtil antaget. Samtidig har salgsstormen af investorer, der prøver at komme af med subprime relaterede derivater skabt en bølgeeffekt med et endeligt omfang, der endnu ikke er fuldt kendt. En klar effekt er, at bankerne trækker likviditet ud af markedet, som et forsøg på at dække tab CDO'erne. En effekt der vil gøre det sværere at låne penge. Markedets illikviditet har gjort vilkårene på det amerikanske boligmarked endnu sværere. Kendsgerningen er at USA befinder sig i en dybt finansiell krise, der har sit centrum i det amerikanske boligmarked, hvor nedfald fra frosne subprime lån er afsluttet i kredit markederne, samt i nationale og globale aktiemarkeder. I dag spørger man sig selv, om det er et resultat af for lidt tilsyn, for meget grådighed, eller simpelthen ikke nok forståelse?

1.2 Problemstilling

Indgangen for denne hovedopgave er en undren, men også en stor interesse over hvordan den nuværende boligkrise i USA har været muliggjort. Det forekommer noget paradoksalt, at man tilsyneladende fra myndighedernes side ikke griber ind overfor nye risikable låntyper på boligmarkedet på den ene side, mens man på den anden side er villig til at gribe ind, når samme låntyper er årsag til ustabilitet i den finansielle sektor. Interessen ligger derfor i, at kigge nærmere på regeringen og Feds rolle i krisen. Hvordan den makroøkonomiske styring pludselig bliver et vigtigt redskab i tilfælde af krise, men også hvilken rolle det finansielle system har haft af indvirkninger på subprime krisen. Det skal understreges af krisen på ingen måder, er ovre. I tilfældet med subprime krisen er formålet at forhindre, at en truende recession i den amerikanske økonomi udvikler sig til en langvarig depression. Spørgsmålet er, om den selv samme økonomiske styring ikke er medvirkende til de økonomiske kriser, den ellers skulle forhindre? Dette åbne spørgsmål leder os frem til følgende problemformulering.

1.3 Problemformulering

Hvilke baggrunde ligger der til grund for subprime krisens fremvækst, og har udviklingen af det finansielle system sammenhæng med styringen fra den amerikanske regering og Fed? Og har denne udvikling haft indvirkning på krisen?

1.4 Metode

Gennem hovedopgaven vil jeg forsøge at skabe et billede af, hvilken krise i den amerikanske økonomi vi har med at gøre, men ligeledes hvad der er gået galt, og hvad der skal gøres fremadrettet for at rette og på fejlene. Jeg forsøger at være objektiv for på den måde lade alle økonomer tale deres sag i subprime krisen i USA. Hovedvægten i opgaven er lagt omkring økonomidelen, fundamentet for hovedopgaven vil koncentrere sig om de økonomiske relationer både på mikro- og makroniveau, der kan have medvirket til subprime krisen i USA. Økonomidelen vil blive supplerede af de amerikanske myndigheders og centralbankens håndtering af krisen, samt benyttes til at forklare, hvordan de institutionelle forhold har influeret på krisen. Overordnet vil jeg altså undersøge subprime krisens baggrund og inddrage relationer, der er relevante, også selv om de falder udenfor de økonomiske fagområder. Hele projektet vil være en kritisk stillingtagen til subprime krisens baggrund, hvor der især vil være fokus på økonomiske strukturer og relationer. På baggrund af opgavens teoretiske position er empirien valgt ud fra det kriterium, at den specifikt skal tage udgangspunkt i subprime krisen. Dette betyder, at jeg har fravalgt længere historiske redegørelser om den økonomiske og politiske udvikling i USA, idet jeg er af den opfattelse, at det ikke ville bidrage til løsning af problemformuleringen. Jeg vil som undtagelse slå ned på bestemte episoder i historien, idet der indgå en beskrivelse af den økonomiske udvikling siden 1970'erne i det finansielle system i USA, idet der her skete et skifte i de økonomiske strukturer fra realøkonomi til finansøkonomi, der ligeledes er vigtig for den samlede forståelse af subprime krisens baggrund.

Projektets empiriske grundlag bygger primært på bøger fra en række top økonomer, Robert J. Shiller (2008); *"The Subprime Solution. How Today's Global Financial Crises Happened, and what to Do about it"*, Colin Read (2007); *"Global Financial Meltdown, How we can avoid the next economic crisis"* og Paul R. Krugman (2008),

“The Return of Depression. Economics and the crises of 2008”. Samt working paper artikler fra økonomer som Joseph Stiglitz, John Bellamy Foster, Gerald A. Epstein, Michael D. Bordo og Thomas Philippon. Derudover har jeg søgt oplysninger på forskellige websider, f.eks. økonomiske nøgletal fra IMF og Federal Reserve Bank, og desuden benyttet hjemmesider som f.eks. Fed’s, Joseph Stiglitz’, Paul Krugmans og Robert J. Shiller. Udover det primære empirigrundlag vil jeg benytte artikler fra hovedsageligt engelske, amerikanske og danske aviser. De økonomiske teorier er alle skrevet i direkte relation til subprime krisen. Med udgangspunkt i John Bellamy Fosters, Özgür Orhangazi’s og Gerald A. Epstein syn vil jeg vise, hvordan financialization kan være en forklaring på subprime krisens fremvækst. Samtidig vil jeg benytte mig af Robert J. Shiller, Charles P. Kindleberger og John Maynard Keynes, for at kigge nærmere på boligbobler og deres indvirkning på økonomien, for bedre at kunne forstå subprime krisen i USA. Udover denne mere finansielle forklaring på krisen vil jeg benytte økonomen Joseph E. Stiglitz, der er professor ved Columbia University i New York, til en diskussion af de amerikanske myndigheders håndtering af krisen og en diskussion af hvordan denne kan have medvirket til krisen. Til næsten sammen formål benytter jeg Paul R. Krugman, der er professor i økonomi og internationale affærer ved Woodrow Wilson School, Princeton University til en diskussion af de amerikanske myndigheders rolle i forbindelse med krisen. Krugman retter sin kritik mere i retning af Feds håndtering af krisen. I relation til Krugmans og Stiglitz’ kritik af de amerikanske myndigheders håndtering af krisen, vil jeg ligeledes benytte mig af Robert J. Shiller synspunkter, som er professor i økonomi på Yale Universitet. Shiller er mere konstruktiv i sin kritik, diskutere ikke så meget skyldige, men mere hvad der kan/skal gøres fremadrettet, for at rette op på de fejl der er begået. Med inddragelsen af Robert J. Shiller får jeg et mere konstruktivt billede af forklaring på krisen end det meget kritiske blik fra henholdsvis Stiglitz og Krugman. Desuden vil blive stillet direkte spørgsmål til, hvilket faktorer der kan have medvirket til subprime krisen i USA. Her vil der blive stillet skarpt på den forhenværende Fed direktør Alan Greenspan samt regeringen, men også finanstilsynet som selvstændig instans og ikke mindst den finansielle rolle, hvor der vil blive diskuteret principal-agent-problemet. En problematisk tankegang der kan have været med til at eksponere den finansielle sektor endnu mere. Mark S. Mizruchi vil blive inddraget for på samme måde, at diskutere incitament problemer, der befinder sig i

den finansielle sektor. Endvidere vil jeg diskutere gennem Bengt Holmstrom Moral Hazard konflikt, hvorledes det kan have påvirket rating bureauerne at modtage betaling, for at rate de såkaldte CDO'er og CMO'er.

Jeg vil løbende gennem projektet påpege, hvordan der sker en forandring i de økonomiske strukturer siden 1970'erne, samt hvordan disse kan betragtes som en medvirkende årsag til subprime krisen. For at komme i dybden med analysen er det mit mål, at finde frem til de relationer og evt. skævheder i den økonomiske struktur, der er synliggjort af krisen på forskellige niveauer. Med den fremgangsmåde er det mit mål, at tydeliggøre det virkelige domæne, hvilket øger min mulighed for kritisk stillingtagen i forhold til subprime krisens fremkomst. Jeg antager at virkeligheden er inddelt i et utal af niveauer. Derfor vil analysen foregå på så mange niveauer som muligt, idet det øger muligheden for kritisk stillingtagen. Hele analysen vil blive foretaget kvalitativt, hvor forskellige bud på subprime krisens opståen og udvikling vil blive vurderet. Fremgangsmåden er valgt på baggrund af den antagelse, at problemfeltet er kontekstafhængigt, helt i tråd med kritiske realisme. Konklusionen er dermed en rational kritisk vurdering af subprime krisens fremkomst, og vil svare direkte på spørgsmålene i problemformuleringen. Yderligere vil der blive diskuteret løsninger til fremtidens finansielle system, samt én perspektivering af subprime krisen i USA.

1.5 Kildekritik

Litteraturen jeg har valgt til analysen af problemformuleringen, er bøger fra nulevende og afdøde økonomer, som kan hjælpe mig med at tegne et billede af den amerikanske økonomi, og hvilket problemstillinger der hersker. Jeg vil ligeledes benytte mig af Working Paper og Journal of Housing Economics, som har relation til subprime krisen, men også til de problemstillinger jeg møder under vejs. Jeg vil endvidere i et mindre omfang bruge artikler fra engelske, amerikanske og danske aviser, som kan bruges til at stille mig kritisk over mindre problemstillinger. De forskellige artikler samt bøger jeg anvender, kan være påvirket af politiske synspunkter, hvilket jeg har været opmærksomme på igennem opgaveforløbet. I hovedopgaven er der desuden brugt materiale fra en gammel rapport om subprime krisen, fra Roskilde Universitetscenter 2008. Den samfundsvidenskabelige opgave kan stille kritik af kildeniveauet, men da rapport er brugt mindre omfang og mest af alt som inspiration til min egen fortolkning

af subprime krisen i USA, ser jeg det ikke som et problem til hovedopgavens kildeniveau. Andre inspirationskilder er mit eget seminar fra sommer 2008, som ligeledes er brugt i mindre omfang for bedre at kunne se mangler og mulige tiltag til foreliggende hovedopgave. Målet med foreliggende opgave er at komme med en kritisk vurdering af subprime krisen, derfor har jeg lagt stor vægt på, at være yderst kritisk overfor den indsamlede materiale, jeg gør brug af i opgaven. Når jeg søger præmisser for subprime krisen, forsøger jeg at rekonstruere forløbet op til subprime krisen gennem en overordnet historisk rekonstruktion. Hvor det er vigtigt med et så fyldestgørende billede som muligt, hvilket jeg mener, bliver gjort mest forsvarligt på denne måde. Efter kritisk realistisk forbillede vil en analyse af det etablerede økonomiske og politiske system bedst kunne forekomme, når der som i tilfældet med subprime krisen, sker hændelser der åbner op for relationer, der ellers ville være skjulte.

1.6 Afgrænsning

Da min problemformulering tager udgangspunkt i subprime krisen i USA, vil jeg ikke foretage en udførlig redegørelse af, hvordan hele finanssektoren er opbygget i USA. Formålet med hovedopgaven er at finde helhedsforklaringer på subprime krisen, ikke at redegøre for opbygningen af diverse institutioner. Derfor vil redegørelser af finanssektorens opbygning kun blive inddraget, såfremt det er relevant for analysen af krisens fremvækst. Selvom det kan tænkes, at subprime krisen har årsagsrelationer til andre store økonomier som f.eks. i EU og Asien, vil jeg ikke komme nærmere ind på det i opgaven, da jeg kun har valgt at rette mit fokus på det amerikanske marked, hvor subprime krisen har sin oprindelse. Jeg afgrænser mig yderligere fra at undersøge generel samhandel mellem USA og den øvrige verden, eftersom jeg er af den opfattelse, at det ikke har haft en direkte indflydelse på subprime krisens opståen.

I hovedopgaven har jeg ikke fundet den teoretiske diskussion anvendelig i forbindelse med at finde præmisserne til subprime krisen, idet jeg i denne diskussion ville have bevæget mig for langt væk fra problemformuleringen, hvor udgangspunktet er, hvilke baggrunde der ligger til grund for subprime krisens fremvækst, og om der er sammenhæng mellem udviklingen af det finansielle system og den amerikanske makroøkonomiske styring, samt om denne udvikling haft indvirkning på subprime krisens fremvækst.

Beslutninger fra ECB og BOE vil heller ikke indtræffe i rapporten. Jeg har derudover valgt at holde dollarens rolle ude fra analysen, da jeg ikke mener, den direkte kan være med til at årsagsforklare subprime krisen. Analysen tager udgangspunkt i den nuværende krise, men da tidligere kriser kan have haft indvirkning og indflydelse på den nuværende krise, vil der blive inddraget oplysninger fra tidligere kriser og tiltag. Det er dog naturligt, at størstedelen af de inddragne artikler strækker sig over de sidste par år. Igen har jeg valgt at fokusere mere specifikt på subprime krisen, og de problematikker denne har synliggjort i forbindelse med det økonomiske system. Gennem årsagen i den finansielle sektor og dennes styring, mener jeg, at jeg finder de bedste forklaringer på subprime krisen. Grundlæggende vil hovedopgaven "*Subprime krisen i USA*" udelukkende fokusere på det amerikanske marked og system.

Kapitel 2

Subprime lån

2.1 Hvad er subprime?

Til at starte med, vil der blive kigget nærmere på subprime fænomenet for på den måde, at få bedre forståelse for hele subprime krisen. Udtrykket "subprime" er et amerikansk fænomen, der henviser til kredit karakteristisk for den enkelte låntager. I USA har de tre slags lån; prime, near prime og subprime. De bedste lån kaldes prime, hvor selve ordet prime kan oversættes med første klasses kvalitet. De næstbedste lån kaldes near prime og de dårlige lån kaldes subprime. Betegnelsen subprime bruges dermed om de dårligste lån, der ydes til boligejere med mindre god økonomi. Boligkøbere med penge på kistebunden og høj kreditværdighed kan opnå billige boliglån på det såkaldte prime marked. Subprime låntageren har typisk svækket kredit historie, der omfatter betalingsmisholdelse og måske endda mere alvorlige problemer såsom domme og konkurser. Låntageren har ligeledes reduceret tilbagebetaling evne målt ved "credit score". Den amerikanske låntager får udarbejdet en kredit rapport gennem (FICO), som inddeler låntageren i en "credit score", der viser hvor god låntageren er til at tilbagebetale sine lån. Nu højere score desto bedre. I (bilag 1) ses det at forbrugerens kreditværdighed er betydelig højere i prime markedet.

"Subprime borrowers typically have weakened credit histories that include payment delinquencies, and possibly more severe problems such as charge-offs, judgments, and bankruptcies. They may also display reduced repayment capacity as measured by credit scores, debt to income ratio, or other criteria that may encompass borrowers with incomplete credit histories" (FDIC: Federal Deposit Insurance Corporation).

Subprime som lånetype har mange kaldenavne et af dem er såkaldte lokkelån. Et princip der er kendt herhjemme fra hurtige forbrugslån, som lokker med nul udbetaling og første afdrag om seks måneder. Subprime obligationer er ligeledes i familie med de tidligere "junk bonds" fra 1980'erne, som er obligationer med en høj rente men samtidig en høj risiko. Junk bonds blev hurtigt en utilgængelig vare for investorerne, så junk bonds blev omdøbt til "high yield bonds". Der er altså mange forskellige typer af

subprime lån. Den aktuelle krise vedrører subprime mortgages, dvs. boliglån, men et andet stort marked i USA er subprime creditcards, som er forbrugslån. Som sagt har der været stor fantasi omkring subprime lån, hvoraf nogen af de vigtigste lån er følgende typer:

- "Interest-only mortgages", som er lån, hvor låntager kun betaler rente i en forud bestemt periode, typisk 5-10 år.
- "Pick a payment loan", hvor låntager kan vælge, om betalingen skal være i form af rente, afdrag eller et minimumsbeløb.
- Skift af rente fra fast rente til variabel rente. For mange låns vedkommende sker skiftet fra variabel til fast rente meget hurtigt (tidligt) i lånets løbetid¹.

Den sidste type af disse tre låneformer er den mest udbredte. Typisk for disse lån er, at den variable rente er højere end den faste rente. Der findes forskellige varianter, "2/28" ARM lån eller "3/27" ARM lån (bilag 2). De såkaldte "2-28" type lån dominerer markedet, og er typisk givet til låntagere, der egentlig ikke kunne betale ydelsen på lånet uden en refinansiering og slet ikke i en situation med en stigende rente. Den stigende rente er indbygget i aftalen, idet lånet efter blot to år stiger fra en lavere fast rente til en højere variabel rente. Låntager er altså sikker på at blive mødt med en højere rente, uanset om renteniveauet i samfundet forblev uændret. ARM er altså som sagt en type af realkreditlån, som har fast rente en bestemt periode, hvorefter rente bliver variabel. Både "2/28", og "3/27" har 30-årige gældsytelser. Den væsentligste forskel mellem disse to typer af lån er længden på den faste og variable rente. Et "2 / 28" ARM lån svarer til at de første to år er renten fast, mens de næste otteogtyve repræsenterer antallet af år med flydende rente, hvor et "3 / 27" ARM lån har fast rente i tre år og variable de resterende syvogtyve år. Den oprindelige faste rente i en ARM omtales som en teaser sats. Dette skyldes, at långiver kan annoncere, at långiver tilbyder ARM lån med lavere satser end markedet med fast rente. Det lokker låntagere til at låse sig fast. Efter en periode, vil den oprindelige rente som sagt stige, indtil den indfinder sig til den fulde indekserede sats. Det gør det muligt for långiveren, at opkræve en stor margin over referencerenten plus høje gebyrer for afregning af lånet før tid. Normalt ønsker låntager

¹ http://www.finansraadet.dk/danish/menu/Nyheder_og_presse/holdninger/Kommentarer+og+debatindl%C3%A6g/BaggrundsnotatomSubprimekrisen.htm

at drage fordel af den lavere faste rente i løbet af de første år, hvorefter låntager ønsker at refinansiere sit realkreditlån forud for påbegyndelsen af den variabel rente periode. Men hvad låntager ikke indser, er, at der ofte er et højt servicegebyr for at omlægge før lånets udløb. Ydermere har fænomenet i USA været at låntager har optaget ikke kun ét subprime lån, men flere lån i huset. Konsekvensen blev at aktivets værdi i huset var belånt over, hvad det var værd. Et emne der vil blive kigget nærmere i kapitel 5. Den store fantasi fik bankerne til at kreere lån med løbetider på 40 år og belåning af 105 procent af boligens værdi. Endnu et eksempel er såkaldte NINJA-lån, hvilket vil sige lån til folk uden indkomst, uden job og uden formue. Alt i alt var langt de fleste lån begrundet i at prisen på boliger ville fortsætte opad, med store friværdier som følge.

Teknisk set er over halvdelen af alle subprime lån finansieret ved, at der er blevet udstedt værdipapirer (Asset Backed Securities). De udstedte værdipapirer bliver opdelt i bestemte segmenter, som er fastlagt efter forventninger til, hvornår betalingsstandsninger på de underliggende lån indtræder, og herefter medfører ændringer på betalingerne på de udstedte værdipapirer. De udstedte værdipapirerne i de forskellige segmenter repræsenterer en bestemt risiko, og de købes af investorer med forskellig præference for risiko.

I USA bliver låntager bedømt ud fra, hvor godt låntager tilbagebetaler sine afdrag. Derfor findes der også forskellige grader af subprime, som afhænger af hvor stor kreditrisikoen er på lånene. Et centralt begreb ved kreditgivning er låntagers kreditrisiko. Ved et subprime lån er der en betydelig større risiko end ved et prime lån. Låntager som er på subprime lånemarkedet, er låntagere, der på grund af deres dårlige økonomiske forhold ikke kan få et lån på normale vilkår, og må derfor låne andre steder. Et af de steder, hvor "dårlige" kunder søger hen for at få et lån, er på subprime markedet hos en subprime långiver. Godt hjulpet af stigende huspriser altså stigning på "sikkerheden" for lånet i huset, opstod der et marked, hvor investorer med høj appetit på risiko og dermed højere rente var villige til at stille kredit til rådighed for låntagere med en høj kreditrisiko. Traditionelle låntagere med orden i økonomien vil kvalificere sig til at få et lån under normale forhold hos de amerikanske realkreditselskaber.

De långivere, og for den sags skyld også investorer, som opererer på subprime markedet, er fuldt ud klar over den forhøjede risiko, der er ved at låne ud til låntagere med en høj kreditrisiko. Den traditionelle måde at kompensere for en høj risiko er, at kræve en høj risikopræmie i form af en højere rente på lånet. Det er nøjagtigt det, der er sket på subprime markedet, idet et subprime lån har en højere rente end prime lånene. Gennem den højere rente på subprime lånene kan långiver kompenseres for en høj default ratio (konkurs eller tvangsauktion) og dermed høj sandsynlighed for, at långiver ikke får sine penge igen. Man regner med, at 25 pct. af alle låntagere i USA har så høj en kreditrisiko, at de ikke vil kunne få lån på normale vilkår. Hvis disse låntagere skal kunne købe f.eks. et hus, så skal de låne på andre vilkår, og det sker så på subprime markedet. Andelen af subprime boliglån var frem til 2004 under 10 pct., men i 2006 var andelen af subprime lån steget til tæt på 13,7 pct. Det amerikanske realkreditmarked er på 10.000 milliarder USD, hvor subprime andelen er på 2.250 milliarder USD, hvoraf egentlig subprime er på 1.350 milliarder USD, mens lån der kan ligestilles med subprime lån (Alt-A lån) er på 900 milliarder USD. Langt de fleste af de amerikanske boliglån er således ikke i kategorien subprime, men deres andel er vokset og de udgør en betydelig større andel end for blot for år siden (bilag 3).

Det er vigtigt at påpege, at når der er tale om en subprime låntager, så er der omvendt også en subprime långiver, dvs. en finansiel virksomhed der låner ud. Samtidig er der også investorerne som investerer i subprime værdipapirer af den ene eller den anden slags, men der er også andre aktører involveret i subprime markedet. Først og fremmest investeringsbankerne, der var med til at konstruere de komplicerede lånetyper og pakke lånene ind i komplekse konstruktioner, strukturerede produkter, der er blevet solgt som attraktive, sikre investeringsprodukter til banker og deres kunder over hele verden. Investeringsbankerne tilpassede lånene, som blev sammensat af forskellige finansielle instrumenter, så investorernes søgning efter lige netop en fintmærkende kombination af risiko og afkast kunne tilfredsstilles, hvilket gjorde at markedet udviklede sig i rivende fart. Ligeledes har rating bureauerne haft en vigtig rolle i subprime markedet. Deres opgave er at rate og kreditvurdere lånene samt låntagerne og give en kreditscore for lånene, således at der kan fastlægges en risiko for subprime lånene. Subprime er på få år gået fra kun at være kendt af inderkredsen i finansverden til at blive kåret som årets ord

i USA i 2007. Hele verden har lært at sige subprime, fordi globaliseringen har bundet verdens økonomier sammen, så små ændringer i et land kan forårsage store ændringer overalt på kloden.

”While we may wish to think of the subprime problem as a one act play, soon to end, it could in fact be but the first act of a long and complex tragedy”, Shiller (2008).

Kapitel 3

Finanssektoren i USA

3.1 Det finansielle system

I 1968 valgte kongressen at deregulere den finansielle sektor, indtil da havde bankerne været vant til faste indlånsrenter på 3 pct. Bankerne udlånte herefter til seks pct. efter at have tillagt tre pct. i profit. På dette tidspunkt i 1960'erne var det ikke tilladt for investeringsbanker at yde renter på deres indlån. Bolighandlen blev anset for at være den mindst risikable investering, takket være bankernes statsgaranterede rentefordel.

I forbindelse med en deregulering af finanssektoren i starten af 1970'erne fik investeringsbanker mulighed for at tage konkurrence op med bankerne om udlånene. Investeringsbanker fik nu frit lejde til at forrente deres indlån, hvilket hidtil ikke havde været tilladt. Den større konkurrence om indlåns dollar gjorde at indlånsrenten pressede sig op over udlånsrenten. Dette gav store problemer for bankerne, som blev insolvente, fordi bankernes udlånssatser var låst fast til 6 pct. de næste tredive år. Problemet blev løst ved, at bankerne i længere tid var i stand til at modsætte sig konkurrencen fra investeringsbankerne ved at låne penge hos Federal National Mortgage Association bedre kendt som Fannie Mae.

Fannie Mae blev oprettet i 1938 som en del af Franklin Delano Roosevelt's New Deal. Sammenbruddet i det nationale boligmarked i kølvandet på Great Depression afskrækkede private låntager fra at investere i boliglån. Fannie Mae blev oprettet for at støtte lokale banker med statsgaranterede penge til at finansiere boliglån i et forsøg på at sætte gang i boligmarked og adgangen til overkommelige boligpriser. Oprindeligt blev Fannie Mae drevet som en national opsparing og lån, der gav lokale banker lov til at ændre lave renter på lån til fordel for boligkøberen. Dette førte til udviklingen af, hvad der nu er kendt som det sekundære realkreditmarked. Inden for det sekundære realkreditmarked, er virksomheder såsom Fannie Mae i stand til at låne penge fra udenlandske investorer til en lav rente på grund af den finansielle støtte fra den amerikanske regering. De lave renter gjorde det muligt for Fannie Mae at levere fastforrentede realkreditlån med lav betalinger til boligkøbere, hvilket satte gang i boligmarked.

De første tredive år efter sin fremkomst havde Fannie Mae monopol på det sekundære realkreditmarked, men i 1968 som følge af det finanspolitiske pres skabt af Vietnamkrigen, privatiserede Lyndon B. Johnson, Fannie Mae, for at fjerne det fra det nationale budget. Fannie Mae blev som sagt omdannet til et statsautoriseret selskab, som skulle forsyne lav- og middelindkomsterne i USA. En række nye instanser blev introduceret. Her kom først og fremmest Government National Mortgage Association, også kaldet Ginnie Mae, som for fremtiden skulle stille garanti for, at betalingsfrister for lån optaget i forbindelse med statslige støtteprogrammer blev overholdt. I 1970 sluttede The Federal National Mortgage Cooperation, bedre kendt som Freddie Mac, sig til Fannie Mae og udøvede lignende ydelser. De finansielle institutter Fannie Mae og Freddie Mac har siden været kendt som Government Sponsored Enterprises (GSE). Fannie Mae og Freddie Mac kontrollerer i dag omkring 90 procent af USA's sekundære realkreditmarked².

De forskellige låneordninger var således tilgængelig for bankerne gennem disse GSE, men var imidlertid omfattet af solvenskrav, der krævede at bankerne var i besiddelse af likvide reserver såfremt det oprindelige lån blev misligholdt. Solvenskravene bestemte præcist, hvor stor en procentdel af et givent lån en bank skulle være i besiddelse af for at sikre bankens solvens. Bankernes udlånskapacitet og dermed konkurrenceevne var således begrænset af omfanget af deres likvide reserver³. Siden 1970'erne har de private finansielle institutter derfor søgt efter måder at komplementere de nuværende faciliteter for finansiering af udlån, der på daværende tidspunkt kun bestod af GSE. De private institutter mente ikke GSE faciliteter ville kunne imødekomme forbrugernes stigende efterspørgsel på boliglån. Løsningen blev securitization.

3.2 Securitization

Securitization er en proces, hvorved pengeinstitutter skaber et finansielt instrument ved at kombinere andre finansielle aktiver og derefter markedsføre forskellige niveauer af de ompakkede instrumenter til investorerne. Processen kan omfatte alle former for finansielle aktiver og fremmer likviditeten i markedet. Porteføljen af lån- eller værdipapir overdrages til et særligt selskab Special Purpose Vehicle, som finansierer opkøbet af aktiverne gennem udstedelsen af obligationer, hvor aktiverne med en

² <http://hnn.us/articles/1849.html>

³ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

suppleret garanti fra pengeinstituttet fungerer som sikkerhed for obligationerne⁴. Mortgage-backed security er et perfekt eksempel på securitization, der kombinere realkreditlån i en stor pulje, der efterfølgende sælges videre til investorer i mindre stykker. Processen skabte likviditet da private investorer blev i stand til at købe dele af et realkreditlån som en form for obligation. Likviditeten blev skabt ved, at pengeinstitutter foretog securitization af deres aktiver sædvanligvis grupperinger af udlån. Gennem securitization opnåede bl.a. bankerne en lempelse af reservekravene for de pågældende aktiver, fordi kreditrisikoen blev sendt videre i systemet til Special Purpose Vehicle og derefter til obligationsindehaveren, som til gengæld fik sikkerhed i aktiverne (Bilag 4).

"These mortgages were packaged, sold, and resold in sophisticated but arcane ways to investors around the world...", Shiller (2008).

De amerikanske pengeinstitutter har siden 1980'erne og frem til kreditkrisen oprettet særlige selskaber kaldet Structured Investment Vehicles (SIV), for at opnå mere likviditet, som igen kunne lånes ud samtidig med alt risiko blev transporteret videre i systemet. De indpakkede realkreditlån og andre aktiver bliver herefter videre solgt på Commercial Paper (CP) markedet.

Den finansielle branches andel af væksten i USA er gennem årene steget betydeligt. Væksten tog virkelig fat i starten 1980'erne som en del af dereguleringen af de finansielle markeder, hvor securitization har spillet en stor rolle (bilag 5). Forhenværende Fed direktør Alan Greenspan udviste i 2005 stor begejstring for dereguleringen af den finansielle sektor, som Greenspan mente bar æren for det efterfølgende opsving i økonomien.

"Increasingly complex financial instruments have contributed to the Development of a far more flexible, efficient, and hence resilient financial system than the one that existed just a quarter-century ago", Greenspan (2005).

⁴ <http://hnn.us/articles/1849.html>

På trods af opsvinget havde dereguleringen samtidig gjort det muligt for den finansielle sektors innovationer at sprede sig stort set ubemærket. Spredningen af den finansielle sektors produkter har skabt et indfildret og frit system med en række af interessekonflikter til følge, som kan anses for at være direkte ansvarlige for den tillidskonflikt, der udspiller mellem bankerne efter subprime krisens udbrud.

3.3 Subprime krisen og Securitization

Subprime krisen kom i stor del på grund af finansielle instrumenter såsom securitization, hvor bankerne samlede deres forskellige lån i store ”puljer” og strukturerede lånene sammen til sælgelige aktiver, hvorefter de risikable lån blev solgt videre i systemet. *“...banks had somehow taken what seemed to be a magic bullet of securitization and fired it on themselves”*⁵.

Bankerne havde i mange år tjent millioner af dollars på at gøre penge-tjenende lån, men da lånene var bundet op i årtier gjorde bankerne det smarte ved at forvandle lånene til værdipapirer. Den sikringsforanstaltede køber fik regelmæssige betalinger fra det strukturerede lån, samtidig med at bankerne kunne forhøje udlåns rammerne som et udslag af deres forhøje ”sikkerhed” igennem securitization. Securitization sås som måske den største finansielle innovation i det 20. århundrede.

Det hele begyndte i Wall Street, men andre fulgte hurtigt med. Med skyhøje fortjenester, ønskede alle en del, selvom det gik udenfor deres fagområde. For eksempel;

- Bankerne lånte endnu flere penge, så de kunne skabe mere securitization. Nogle banker behøvede ikke støtte sig til sikkerhed, så længe de kunne låne fra andre banker og sælge disse lån videre som værdipapirer. Dårlige lån ville blive et problem, for hvilket som helst der købte værdipapiret.
- Nogle investeringsbanker så som Lehman Brothers begyndte at låne, så de kunne være med på det profitable marked. Lehman Brothers gjorde som andre, de købte lån som blev omdannet til en puljeform af finansielle aktiver, som tilsammen skabte en ny sikkerhed, der derefter blev markedsført og solgt videre til investorerne.

⁵ <http://www.globalissues.org/article/768/global-financial-crisis>

- Nogle banker lånte endda endnu mere, blot som undskyldning for at sammensætte lånene og sælge dem videre som strukturerede værdipapir.
- Da bankerne løb tør for, hvem de skulle udlåne til søgte bankerne over mod de ”fattige”; subprime låntageren som betød endnu mere risiko. Stigende huspriser ledte til at långivere mente, at det ikke var for risikabelt.
- Nogle banker begyndte sågar at købe de strukturerede værdipapirer fra andre.
- Collateralized tilgodehavendebeviser eller CDO’er, som var en endnu mere kompleks form for securitization. Spredning af risikoen var meget komplicerede og skjulte oftest på dårlige lån. Mens tingene var gode, ønskede ingen dårlige nyheder.

Securitization gjorde, at bankerne begyndte at agere som én form for investeringsbank, der handlede med risiko. Samtidig begyndte investeringsbankerne at handle med boliglån, uden den rette kontrol og ledelse⁶. Mange banker begyndte at tage enorme risici, der øgede deres eksponering overfor problemer. Da folk efterhånden begynde at se problemerne, faldt tilliden hurtigt. Investeringsbankerne blev ramt hårdt pga. de sad inde med ”farlige” lån, som andre investorer ikke ønskede. Aktiverne faldt markant i værdi, og det blev umuligt at komme af med CDO’er og andre strukturerede produkter. Investeringsbankerne samt andre banker havde gearret deres forretning så mange gange, at de var yderst sårbare overfor udtræk af likvider, såkaldt bank run, som vil blive diskuteret nærmere i afsnittet ”Den amerikanske regering og Fed”, kapitel 6. Investeringsbankerne der under dereguleringen i 1970’erne havde fået lov at byde på indlåns penge, havde pga. deres enorme gearing gennem securitization modellen ingen indlåns dollar, da der opstod bank run. I dag findes der ingen investeringsbanker, som enten er kollapsede, opkøbt eller har fortsat som almindelig bank. Problemet blev så stort, at selv banker med store kapitalreserver var nødsaget til at henvende sig til regeringer for bail out, som ligeledes vil blive diskuteret nærmere i kapitel 6.

3.4 Kritik af securitization modellen

Pengeinstitutternes aktiver består i grupper af udlån, hvor lånene i USA er inddelt i prime, near prime og subprime, som udgør hovedparten af pengeinstitutternes aktiver.

⁶ <http://www.globalissues.org/article/768/global-financial-crisis#Securitizationandthesubprimecrisis>

Lånetyperne blev som tidligere nævnt sammensat til CDO'er og CMO'er og videre solgt til SIV. Det er specielt dette led i processen, hvor førende rating bureauer Moody's, S&P og Fitch har oplevet massiv kritik i USA for på et svagt grundlag at have givet "AAA" rating til CDO'er og CMO'er. Triple A er den højeste kreditvurdering man kan opnå (Bilag 6). Som BBC's tidligere økonomiske redaktør og studievært, Evan Davies bemærkes i en dokumentarfilm kaldet *"The City Uncovered with Evan Davis: Banks and How to Break Them"*⁷, blev rating bureauerne betalt for at vurdere disse sammensatte produkter, der som tidligere nævnt fik gode ratings og den vej tilskyndende folk til at købe. Ifølge G7 landenes finansministre der udgør en væsentlig del af kritikerne, udspiller der sig desuden en fundamental interessekonflikt i bureauernes forretningsmodel. Under normale omstændigheder ville et investeringsselskab, der ønsker at foretage et obligationslån samarbejde med et rating bureau om at opbygge lånet således, at det ville få en god rating. Rating bureauet vil nemlig kunne fortælle investeringsselskabet, hvor stor en del af aktiverne, som står til sikkerhed for obligationerne, der må bestå af subprime lån og hvilke typer subprime lån, der må være tale om⁸. Ifølge kritikken har problemet med securitization modellen været, at rating bureauerne blev betalt af obligationsudstederne, hvilket vil sige SIV. Denne betaling kan have været incitament for rating bureauerne til at vurdere produkterne højere end de reelt burde, hvilket også har været tilfældet med CDO'erne og CMO'erne. Endvidere blev rating af CDO'er og CMO'er vurderet ud fra historiske data, f.eks. statistik over hvor mange låntagere, der tidligere havde måttet opgive at betale til tiden. Historiske data som ikke er særlig pålidelige, da historiske dataer ikke kan sige noget om fremtiden. Derudover står banker og kapitalforvaltere i dag anklaget for at have tjent formuer på bankernes bonusser, for hvert lån de videresolgte til SIV. Et salg der foregik uden omtanke for konsekvenserne og velvidende om det faktum, at hvis katastrofen ramte, ville det gå ud over låntager, investorer og til dels skatteyder⁹.

3.5 Delkonklusion

Man kan sige, at innovative metoder i struktureret kredit har sammenblandet, opdelt og spredt kreditkrisen fra subprime boligmarkedet i et mønster, der har været svært at

⁷ <http://www.bbc.co.uk/programmes/b00gtljy>

⁸ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

⁹ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

gennemskue. Det er ironisk, at et finansielt instrument som securization, der skulle afhjælpe med at reducere risikoen, ville give så stort et tilbageslag. Ligeledes mistede de finansielle institutter fokus fra deres oprindelige forretningsmodel, da de så en god mulighed for at tjene nemme penge. Fokuset gjorde dem uhandelsdygtige og kostede livet af alle investeringsbankerne og mange andre banker i USA, som ikke kunne klare de massive nedskriver, da man fandt ud af CDO'er og andre lignende produkter, intet var værd. Rating bureauerne har ligeledes deres medansvar, man kan ikke modtage penge for at rate et produkt, det svinger bare ikke. Moral hazard problemstillingen opstår når rating bureauerne modtager penge, det giver incitament til ikke at undersøge produkterne godt nok og i realiteten bare stille god rating på CDO'er og CMO'er. Denne problemstilling kunne være forhindret, hvis SIV var forpligtet efter lovgivning til at have en hvis andel af de strukturerede produkter, ville incitamentet til at handle ansvarsløst have været betydeligt mindre.

Kapitel 4

Liberalisering af det finansielle system

4.1 Liberalisering og deregulering siden 1970'erne

Siden 1970'erne har finanssektoren i USA gennemgået forandringer samt en stigende grad af liberalisering af systemet. Den amerikanske regering har i højere grad troet på en mere nyliberal tankegang, som har dereguleret og liberaliseret finansmarkederne i den overbevisning, at dette ville medføre en lang række fordele af systemet. Den finansielle liberalisering opstod i forbindelse med nyliberal økonomisk tænkning i kølvandet på stagflationen i 1970'erne, som den keynesianske makroøkonomiske model ikke kunne løse med sin ekspansive finanspolitik. Det betød en tilbagevendelse til troen på frie markeds kræfter, hvor allokeringen af ressourcer er bestemt af markedet rettere end staten, idet markedsmekanismen skulle kunne fungere som en naturlig regulator, Bordo (2007). Fordelene skulle i teorien være højere opsparing, mere effeciente markeder uden forvansket kontrol samt større konkurrence i de finansielle markeder. Elementerne i finansiell liberalisering er deregulering af renter, fjernelse af kreditkontroller og privatisering af statsejede banker og finansielle institutter. Det er her vigtigt at pointere, at den generelle økonomiske aktivitet er influeret meget af netop renteniveauet, idet en lav rente sikrer billig kredit og dermed større investeringer, hvor en højere rente sikrer lav inflation men også en højere arbejdsløshed og lavere investeringer. Derfor påvirker en sådan liberalisering økonomien på en meget direkte måde, idet renteniveauet netop er et af de vigtigste styringsredskaber i en økonomi vedrørende vækst og beskæftigelse, Philippon (2007). På den anden side kan en højere rente være nødvendigt, hvis man vil sikre lav inflation. Den finansielle sektor opnåede en større frihed, der udmundede sig i fremkomsten af nye finansielle produkter, såsom securitization, der er beskrevet nøje i kapitel 3. Gennem liberaliseringen fremkom der et boom i den finansielle sektor, der nu stort set havde samme vilkår som varemarkedet, uden indgriben og styring fra staten. Friheden resulterede i et kraftigt ekspanderende finansielt marked gennem 1980'erne¹⁰. Investorerne begyndte at løbe større risici, og da profitterne oftest kunne opnås større og hurtigere gennem securitization modellen, forsvandt meget likviditet over i de spekulative finansielle instrumenter. Udstedelsen af

¹⁰ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

værdipapir blev altså et nyt instrument til at skabe værdi og dermed vækst. Langsigtede investeringer blev ifølge, Bordo (2007), opgivet til fordel for spekulation i kortsigtede finansielle produkter. Spørgsmålet er, om disse fordele ved deregulering og liberalisering er tilstrækkelige i forhold til de ulemper, der kan være i forhold til en liberalisering af finansmarkedet og den financialization af kapital, som netop er et udtryk, der bruges til at beskrive en løsrivelse og ekspansion af finanssektoren som en kilde til økonomisk vækst uafhængig af den reelle produktion¹¹. Økonomen Foster (2008) taler om, at væksten i nye finansielle instrumenter og fremvæksten af flere kapitalfonde, vil føre til finansiell ustabilitet og stagnation i økonomien. Desuden mener Foster (2008), at markedets uigennemskuelighed har været årsagen til de to finansielle bobler; it- og boligboblen, der samtidig også har været grunden til en stor del af den amerikanske vækst de seneste år. Ydermere skriver Bordo (2007), at krisen i den amerikanske økonomi også er et fænomen, som er velkendt fra den finansielle historie. Fænomener som innovation for finansielle produkter har gjort markedet mere risikabelt og været en stor faktor i de seneste kriser.

“It was all done in the name of innovation, and any regulatory initiative was fought away with claims that it would suppress that innovation. They were innovating, all right, but not in ways that made the economy stronger. Some of America’s best and brightest were devoting their talents to getting around standards and regulations designed to ensure the efficiency of the economy and the safety of the banking system. Unfortunately, they were far too successful, and we are all — homeowners, workers, investors, taxpayers — paying the price”, Stiglitz (2008).

Den større risiko der er optaget i markedet, har ligeledes gjort, at når først usikkerheden indfandt sig, styrteddykkede markeder. Forøgelsen af risiko skal ses gennem, at finanssektoren er vokset markant de seneste år samtidig med at dens andel af gæld er eksploderet. De nye produkter; CDO’er og CMO’er har øget spekulationen og flerdoblet risiciene, da det meste er finansieret ved optaget gæld. Kernen her er, at den øgede risiko gennem gældsoptagelse i den finansielle sektor, også har øget risikoen i den amerikanske økonomi og den vej den globale økonomi. Fed gjorde intet ved den

¹¹ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

øget gearing, da man så det som en gevinst at markederne var dereguleret og der nu herskede frie markedets kræfter, som USA er stor fortaler for. Man kan altså rolig sige, at udviklingen gennem liberalisering af det finansielle system, må siges at tage noget af skylden for nuværende krise. Samtidig kan man diskutere om Fed har sovet i timen¹², hvilket der vil blive kigget nærmere på i kapitel 6.

4.2 Gramm-Leach-Bliley Act of 1999

Den forhenværende præsident Bill Clinton underskrev i 1999 en ny lov, som skulle udstikke de fremtidige rammer for den finansielle sektor i USA. Loven, der går under betegnelsen Gramm-Leach-Bliley Act of 1999 (GLBA), som først og fremmest afløser den navnkundige Glass-Steagall lov fra 1933 samt reformere den såkaldte Bank Holding Company lov fra 1956¹³.

Den finansielle sektor i USA har traditionelt været segmenteret såvel geografisk som efter produkttyper dels som følge af de lovgivningsmæssige rammer og som følge af tvedelingen i USA med statsligt og føderalt niveau. Tilsvarende har reguleringen samt tilsynet med de finansielle institutioner traditionelt været forbundet med mange forskellige løsninger¹⁴.

De amerikanske banker er som udgangspunkt opdelt i et to system, hvor den enkelte bank enten er tilknyttet til en national bank, eller en statslig bank (bilag 7). Statslige banker er undergivet de enkelte staters lovgivning. De reguleres af statslige myndigheder i samarbejde med Federal Reserve på betingelse af at den pågældende bank, er medlem af Federal Reserve systemet, ellers foregår samarbejde med FDIC. Nationale banker reguleres af OCC, der arbejder under Finansministeriet. Bankholdingselskaber, der ejer en eller flere nationale banker eller statslige banker, reguleres af Federal Reserve. Førhen var det ikke muligt for banker at føre bankvirksomhed på tværs af statsgrænser i USA bortset fra gennem holdingselskaber, der har kunnet eje banker med selvstændig kapital i forskellige stater. Forbuddet mod interstate-banking skulle beskytte de små lokale banker og begrænse den finansielle magtkoncentration. Med Riegle-Neal loven fra 1994 indledtes en udfasning af forbuddet mod interstate-banking, hvilket har ført til en serie af banksammenlægninger på tværs af

¹² <http://www.ekonomia.dk/ekonomia/index.php/okonomia-arkivet-ny/41-usa/267-reguleringen-oges-i-den-finansielle-sektor>

¹³ [https://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Ny_finansiell_sektorlov_i_USA/\\$file/2000_kv01_ny_65.pdf](https://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Ny_finansiell_sektorlov_i_USA/$file/2000_kv01_ny_65.pdf)

¹⁴ [http://www.nationalbanken.dk/DNDK/Publikationer.nsf/1d4e7fa19f689c96c12570d6004df359/28f3b5765931b855c1256ca900398e13/\\$FILE/nb07.htm](http://www.nationalbanken.dk/DNDK/Publikationer.nsf/1d4e7fa19f689c96c12570d6004df359/28f3b5765931b855c1256ca900398e13/$FILE/nb07.htm)

statsgrænser i USA, men fortsat er der dog tale om en geografisk meget opdelt bankstruktur i USA¹⁵. Denne opdeling af den finansielle sektor i USA efter produkttyper stammer helt tilbage fra krakket i 1929 og den efterfølgende depression. USA oplevede mere end 10.000 bankkrak og tvungne banksammenlægninger i perioden fra 1929 til 1933, hvilket reducerede antallet af banker med 40 pct¹⁶. Bankerne mistede kapital og tillid i befolkningen, og uden kapital blev der også holdt igen med at udlåne, hvilket betød at kreditgivningen brød sammen. I 1933 blev det med Glass-Steagall loven forsøgt at genskabe tilliden til bankerne og sikre, at de igen kunne fungere funktionelt. Nogen af tiltagende var, at bankdrift blev separeret fra investeringsbankvirksomhed, hvilket gik ud på at banker skulle holdes væk fra spekulative forretninger såsom aktier og erhvervsobligationer. Glass-Steagall loven skulle forhindre banker i at føre uansvarlig bankvirksomhed, men tværtimod fik loven den finansielle sektor til konstant at udfordre lovgivningens grænser. Dette førte til en række forsøg på nye selskabskonstruktioner og nye produkttyper fra bankernes side for at omgå lovgivningen og bevare markedsandele. Myndighederne har pga. manglende politisk evne til at gennemføre en ny lovgivning, så småt hørt på bankernes utilfredshed med loven om, at banker ikke må handle med værdipapir. Dette har ført til, at de regulerende myndigheder specielt i de seneste ti til tyve år gradvist har ændret fortolkningen og administrationen af den finansielle lovgivning. Dette har ifølge Lundager (2000) ført til, at banker i et vist omfang har kunnet udføre ikke-bank finansielle aktiviteter. Bankerne blev bl.a. gennem Glass-Steagall loven påbud at eje bankholdingselskaber, der hovedsageligt udførte investeringsbankvirksomhed. I 1987 opfattede Federal Reserve fortolkningen således, at handel med værdipapir ikke måtte overstige 5 pct. af den pågældende banks indtjening. Fra 1989 blev grænsen udvidet til 10 pct., og i 1996 blev den forhøjet til 25 pct. Man må altså sige, at regeringen ikke har været gode nok til at varetage landets interesser, men har tænkt mere på deres egen stat. Dette har gjort, at det ikke har været myndigheder, der de sidste ti til tyve år har reguleret den finansielle sektor, men den finansielle sektor som har reguleret sig selv. Når det ikke tidligere er lykkedes at gennemføre ny lovgivning, skyldes det bl.a. den store politiske indflydelse fra alle staterne i USA. De forskellige finansielle delsektorer har haft forskellige interesser, herunder ikke mindst i at bevare fortrinsstillinger i

¹⁵ [https://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Ny_finansiell_sektorlov_i_USA/\\$file/2000_kv01_ny_65.pdf](https://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Ny_finansiell_sektorlov_i_USA/$file/2000_kv01_ny_65.pdf)

¹⁶ <http://banking.senate.gov/conf/>

forhold til andre delsektorer¹⁷. Problemet opstår fordi det enkelte medlem af Kongressen er specielt lydhørt over for brancher, der er fremtrædende i vedkommendes hjemstat, fordi det i sidste ende stiller Kongresmedlemmet bedre i forhold til genvalg. U.S. Senator Charles Schumer, sagde ved et økonomisk komitemøde tilbage i 2007, *“I fear that we are facing. Our policy responses are not matching the magnitude of the risk that still lies ahead”*. Et andet eksempel var, at et enkelt Kongresmedlem i 1998 spændte ben for det daværende forsøg på at liberalisere lovgivningen. Det endelige lovforslag i efteråret 1999 var således det første i de næsten 20 år, liberalisering er blevet forsøgt, som samtlige af de mest indflydelsesrige brancheorganisationer sluttede op om¹⁸.

4.3 Financialization

Ifølge den venstreorienterede økonom Foster (2008) er ulempen ved liberalisering af det finansielle markedet netop finansiell ustabilitet og kreditkrise, som den vi oplever i øjeblikket. Entydigt kan liberaliseringen af de finansielle markeder ikke give svar på alle de spørgsmål, man stiller sig selv i øjeblikket, men liberaliseringen kan være med til at tegne et billede af, hvad der gik galt i USA. Desuden snakker Kindleberger (1978) om, at et af problemerne var at investorernes risiko syn ændrede sig efter it-boblen, hvor markedet oplevede støtte fra Fed. Den ændrede risikovillighed var en medvirkende faktor til en eksplosiv stigning i brugen af nye finansielle produkter. Desuden diskuterer Kindleberger (1978) videre om, at investorernes risiko syn ligeledes blev ændret pga. deres korte hukommelse i opturs tider. Investorerne husker ikke tilbage på tidlige kriser, og derfor agerer investorerne ikke med den fornødne påpasselighed og agtsomhed. Case & Shiller (2004) mener, at investorer sammenlignede investeringsformer, og med store gevinster på bolig ønskede højt afkast på investering i værdipapir. Således blev fokus flyttet på afkast frem for risiko.

Det finansielle marked er grundlæggende forskelligt fra varemarkedet på mange områder, selvom argumentationen for det fordelagtige i en deregulering i store træk er det samme som netop varemarkedet. Den store forskel for disse to markeder er, at varemarkedet bytter én vare for en anden, mens én vare i det finansielle marked byttes for en fremtidig fordring. Dette har i de seneste år ikke vækket bekymringer fra

¹⁷ [https://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Ny_finansiell_sektorlov_i_USA/\\$file/2000_kv01_ny_65.pdf](https://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Ny_finansiell_sektorlov_i_USA/$file/2000_kv01_ny_65.pdf)

¹⁸ [https://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Ny_finansiell_sektorlov_i_USA/\\$file/2000_kv01_ny_65.pdf](https://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Ny_finansiell_sektorlov_i_USA/$file/2000_kv01_ny_65.pdf)

bankernes side¹⁹. Efter subprime krisen udbrud begyndte bankerne at tøve med at udlåne penge, da bankerne ønskede lånene tilbagebetalt, fordi en eventuel bankkonkurs modsat en forretning i varemarkedet kunne have tendens til at påvirke hele markedet negativt. Hvis én bank gik konkurs ville det have en opstrammende effekt på resten af det finansielle system, så kredit blev rationeret selv til gode kunder, da hele finanssektoren grundlæggende bygger på tillid. Denne effekt blev udslagsgivende for hele den finansielle verden, da Lehman Brothers gik konkurs. Al likviditet blev trukket ind til kroppen, samtidig med renterne fløj i vejret. En skræmmende effekt da netop adgangen til kredit udgør fundamentet for de langsigtede produktive investeringer, som skal skabe økonomisk vækst. Baggrunden ved liberalisering er, at markedet kan producere efficiente ligevægt og løsninger. Forudsætninger er, at der hersker fuldkommen konkurrence og symmetrisk information. Ved disse præmisser vil markedet ifølge klassisk økonomisk teori tilstræbe et marked, hvor efterspørgsel matcher udbud, på den måde skabes maksimalt overskud for alle. Økonomen Stiglitz (2008) har forsket i markeder, og pointerer, at markeder oftest i virkeligheden er imperfekte, dvs. at de netop er karakteriseret ved asymmetrisk information, hvorved markedet kan bryde sammen og danne uhensigtsmæssige udveje. Og finansielle markeder er mere udsat for fejl end almindelige varemarkeder, fordi finansielle transaktioner i høj grad er udsat for asymmetrisk information og Herd behavior. Dette skaber mulighed for markedsfejl og genererer ustabilitet i det finansielle system med store sociale omkostninger til følge, også for den reelle økonomi²⁰.

Asymmetrisk information dækker over, at én agent i én økonomisk transaktion, ikke har nok information om den anden agent til at træffe de rigtige beslutninger. Desuden giver asymmetrisk information anledning til to andre økonomiske problemer; Adverse selection og Moral hazard²¹. Adverse selection vil sige, at de der er mest eksponeret for et ufordelagtigt resultat indgår en økonomisk transaktion. Subprime låneren der var mindst kreditværdig, lånte til de højeste renter, pga. den større risiko for at lånene ikke kunne tilbagebetales. Moral hazard dækker over, at nogle har mindre incitament end andre til at opføre sig ordentlig, f.eks. vil man være mindre tilbøjelig til at vurdere ting

¹⁹ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

²⁰ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

²¹ [https://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Indikatorer_for_finansiel_ustabilitet/\\$file/2001_kv01_sind57.pdf](https://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Indikatorer_for_finansiel_ustabilitet/$file/2001_kv01_sind57.pdf)

gunstig, hvis man modtager betaling af udbyder. Et fænomen der f.eks. kan sættes i forbindelse med rating bureauerne, som modtog betaling fra udbyderne af de strukturerede produkter, der har lammet den finansielle sektor.

Sammenhængen mellem nyliberal tankegang og finansiell krise går på, at markedet i stedet for at blive mere efficient, bliver eksponeret for makroøkonomiske ubalancer via højere renter, som ikke bidrager til højere opsparing. Især hos den amerikanske forbruger kan man se, at højere renter eller kriser ikke ændrer opfattelsen af opsparing. De amerikanske forbrugere har de seneste år brugt og brugt, hvilket har holdt væksten oppe. Den lave opsparing går først hen og bliver et stort problem, når låntager ikke kan tilbagebetale sit lån, og samtidig ikke har en kroners opsparing. I (bilag 8) ses det, at den amerikanske opsparingsprocent er faldet til næsten nul pct., den amerikanske forbruger må altså siges at bruge stort set hver eneste tjente krone. Det er derfor også vigtigt på sigt, at forbrugeren tilpasser sig til dårlige perioder.

Foster (2008) mener, at økonomisk liberalisering generelt fremmer finansiell ustabilitet og kriser frem for at gavne økonomien, da antagelsen om symmetrisk information ikke holder for finansielle markeder i virkeligheden. Generelt kan man sige, at den stadig voksende finansielle sektor med konstant fornyelse af det finansielle supermarked, har forårsaget problemer og trusler for den makroøkonomiske stabilitet, hvor handelen med finansielle instrumenter er influeret mere af spekulation end af reelle økonomiske overvejelser. Op gennem 1980'erne og 1990'erne skete der en eksplosiv vækst i finansielle derivativer, som skulle hjælpe med at reducere risici, men har i stedet været én af de største kilder til volatilitet og ustabilitet i de globale finansielle markeder. Det har medvirket til større usikkerhed gennem genskueligheden af produkternes risiko, som tidligere fremhævet. Derivater udgør nemlig en ekstra risiko, da de fleste finansielle instrumenter er meget spekulative og kan medføre store tab som følge af den enorme gearing i produkterne. Problemet med de finansielle produkter er, at ingen uden en væsentlig statslig regulering ved hvor tabene og risikoen findes på dårlige værdipapirer, hvilket destabiliserer tilliden til bankerne imellem og øger sandsynligheden for en egentlig finansiell krise, som nu er tilfældet pga. subprime lån²². Samtidig har kollapsedet i Lehman Brothers, og for dens sags skyld problemerne i andre store banker i USA kastet

²² <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

endnu mere brænde på bålet og rystet hele det finansielle system, der stadig ikke helt, er kommet sig over chokket. Usikkerheden i det finansielle system kan altså udløse en egentlig likviditetskrise. Det er derfor vigtigt ifølge Shiller (2008), at Fed udnytter deres position som "Lender of Last Resort", for at forhindre flere bankkonkurser. Desuden skriver Shiller (2008) i sin bog *"The Subprime Solution"*, at bail outs skal gøres på en sådan måde hvor på, at man skaber tryghed, men ikke skaber den tryghed at de finansielle virksomheder for incitament til at optage mere risiko, da regeringen og Fed nok skal komme til undsætning. På trods af den amerikanske borger har svært ved at forstå, at flere hundred mia. \$ skal poses ud i bankerne og andre finansielle institutter, til trods for at de helt bevist har udnyttet systemet for at tjene penge. Er det nødvendigt at redde store finansielle institutter "too big to fail", for i sidste ende vil det kunne gøre krisen længerevarende og dyb. Der skal dog også sendes et klart signal til de finansielle virksomheder, at det ikke er omkostningsfrit. Så fremtiden ikke også byder på sammen lempelig kredit og utænksomhed den har gjort, som til starten på subprime krisen.

"The purpose of the bailouts should not be to maintain high values in the housing market, the stock market, or any other speculative market. The essential purpose is to prevent a fundamental loss of economic confidence in our institutions and in each other, and to maintain a sense of social justice. As such, the bailouts should focus most intensely on preventing distress among people of modest mean", Shiller (2008)..

Endvidere kan man sige at alle offentlige sponsorerede virksomheder, andre offentlige garantier og "bail-out" programmer strider mod den liberalistiske tankegang om frie markedskræfter. Det er i stedet med til at forvride markederne og give en falsk sikkerhedsfølelse, der kun vil føre til yderligere ulighed. I stedet skulle der ikke være noget sikkerhedsnet til banker og andre finansielle instanser, som havde handlet uansvarligt. Dette vil måske give bankerne incitament til at agere mere risikobetonet eftersom de ved, at regeringen ikke vil stille midler til rådighed, hvis en bank er truet af konkurs. Men som beskrevet, er bail out nødvendigt for ikke at skade den amerikanske økonomi mange år frem. Den samme mening deles af Shiller (2008).

IMF gav i 2006 udtryk for bekymringer for den hastige vækst i derivater og kapitalfonde. En vækst IMF mente, kunne have negativ effekt på den finansielle

stabilitet, og at en opbremsning og afkobling af den amerikanske økonomi samt boligmarkedet, kunne føre til et volatibelt finansielt marked²³. Alt anden lige medfører en økonomisk krise i den finansielle sektor store sociale omkostninger i den reelle økonomi. Samtidig påvirker en krise folk gennem beskæftigelse, opsparing og firmaers eksportmuligheder. Resultatet af en spekulativ økonomi i finanssektoren er netop det vi er vidne til i øjeblikket. Den finansielle struktur er langt mere ustabil og mere modtagelig for kriser, når den fundamentale økonomi bliver svagere og adgangen til ny gæld bliver forringet og betydelig dyrere.

Søgen efter bedre gennemskuelighed har fået den amerikanske kongres til at arbejde på øge den offentlige regulering af det amerikanske finansielle system. Et af de nye tiltag som er igangsat, er en ny superinstans, der skal regulere den systematiske risiko i den finansielle sektor. Det skal fungere som en overvågningsinstans, som skal beskytte det finansielle system. Instansen skal have beføjelser til at kræve information fra et hvilket som helst finansielt selskab; bank, forsikringsselskab eller hedgefond²⁴. Men er reguleringen samt overvågning vejen frem? Økonom Smith (1776) fremhæver i sin bog ”Smith’s Wealth of Nations”, at det er yderst vigtigt at vise forsigtighed med regulerings politik. Det er nødvendigt at tænke alle scenarier igennem, før den endelige beslutning bliver taget.

“The proposal of any new law or regulation of commerce which comes from this order [profit takers], ought always to be listened to with great precaution, and ought never to be adopted till after having been long and carefully examined, not only with the most scrupulous, but most suspicious attention. It comes from an order of men, whose interest is never exactly the same with that of the public, who have generally an interest to deceive and even to oppress the public, and who accordingly have, upon many occasions, both deceived and oppressed it”, Smith (1776).

Endvidere mener Stiglitz (2008), at vi er begyndt at bevæge os fra nyliberal tankegang i mod Keynes teori igen.

²³ [http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Kvartalsoversigt_2006_4_kvartal/\\$file/kap07.htm](http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Kvartalsoversigt_2006_4_kvartal/$file/kap07.htm)

²⁴ <http://www.ekonomia.dk/ekonomia/index.php/ekonomia-arkivet-ny/41-usa/267-reguleringen-oges-i-den-finansielle-sektor>

We are all Keynesians now. Even the right in the United States has joined the Keynesian camp with unbridled enthusiasm and on a scale that at one time would have been truly unimaginable.

... after having been left in the wilderness, almost shunned, for more than three decades ... what is happening now is a triumph of reason and evidence over ideology and interests.

Economic theory has long explained why unfettered markets were not self-correcting, why regulation was needed, why there was an important role for government to play in the economy. But many, especially people working in the financial markets, pushed a type of "market fundamentalism." The misguided policies that resulted — pushed by, among others, some members of President-elect Barack Obama's economic team — had earlier inflicted enormous costs on developing countries. The moment of enlightenment came only when those policies also began inflicting costs on the US and other advanced industrial countries.

The neo-liberal push for deregulation served some interests well. Financial markets did well through capital market liberalization. Enabling America to sell its risky financial products and engage in speculation all over the world may have served its firms well, even if they imposed large costs on others.

Today, the risk is that the new Keynesian doctrines will be used and abused to serve some of the same interests", Stiglitz (2008)

En kapitalistisk markedsmekanisme, hvor statslig regulering er nødvendigt for at regulere efterspørgslen. Man kan stille sig selv det spørgsmål, om de frie markeds kræfter har virket, når et system igen og igen svigter. Der er brug for opstramning af systemet. Systemet skal ikke udnyttes, og bære risikoen fra de finansielle selskaber. Risikoen skal ligge ude i selskaberne, som skal føle de har et ansvar overfor forbrugerne, ikke kun i form af vækst. Forbrugeren går dog ikke helt skyldfri, for uden efterspørgsel ville der ikke have været et marked for strukturerede produkter.

4.4 Økonomiske kriser – financialization

Financialization udvikling gennem årene kan vælges at ses som et symptom på naturlig stagnation eller mere generel financialization krise, hvor under en egentlig stagnationskrise lurer²⁵. Dette hænger sammen med at den lave rente i USA i de seneste år, har givet anledning til en boble af billig kredit, hvor den ene boble har afløst den anden²⁶. Bobler som samtidig har drevet den økonomiske vækst. Som man kan se i (bilag 8), er den privates gæld steget til næsten hundred pct. af den personlige indkomst, hvor også den finansielle sektor og statens gæld er steget støt (31). Den voldsomme gæld kan siges at have drevet væksten fremad, men har samtidig medført økonomisk ustabilitet. Gældsølgen i USA med stort forbrug, massiv gæld og lav opsparing er kun mulig gennem optagelsen af lån af udenlandsk kapital. I gennem 1980'erne og frem til i dag er gælden steget eksplosivt. Stigningen har stimuleret til øget forbrug i mens væksten i GDP og reallønningerne er faldet. Gæld blev en nødvendighed for at holde økonomien kørende. I år 2000 var den privates gæld steget til over to gange GDP i USA, mens den samlede gæld (privat og offentlig), var ca. tre gange GDP. Den finansielles andel af den samlede gæld er ligeledes vokset betydeligt gennem årene. Siden 1980 er finanssektorens gæld steget med næsten 70 pct. til ca. 90 pct. af GDP i dag (bilag 19). Dette er sammenfaldende med finanssektorens løsrivelse fra den reelle økonomi og skabelsen af nye finansielle produkter, betegnede som financialization.

"...financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies", Epstein (2005).

Problemet ifølge Orhangazi (2007) er, at financialization skaber stagnation i en ellers sund økonomi. Udgangspunktet er det samme, hvor finanssektoren er gået fra at skulle støtte produktionsøkonomien til nu at være en selvstændig sektor, der kan skabe vækst. Før i tiden kunne spekulation foregå sidst i en konjunktur-cyklus, men var kendetegnet ved korte perioder, som derfor ikke havde en varig effekt på det strukturelle niveau i økonomien²⁷. Det er desuden rimeligt at hævde, at der er en fortrængende effekt på

²⁵ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

²⁶ http://www.solidaritet.dk/2008_05/oekonomiske_kriseboelge.htm

²⁷ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

investeringerne i den reelle produktionsøkonomi, når der i forvejen er tendens til overkapacitet i denne²⁸. Man kan herefter konkludere, at der ikke er brug for yderligere investeringer, fordi en mulig overakkumulation naturligt vil blive investeret i finanssektoren. De private og investorer så muligheder i den finansielle sektor, og derfor blev alt overlikviditet ført over i finansverden under den kæmpemæssig boligboble. En sådan tolkning kunne pege i retning af, at svaret på stagnation måske ikke skal findes på udbudssiden i økonomien, men derimod på efterspørgselssiden. Derved bliver en keynesiansk tilgang med at skabe øget efterspørgsel yderst relevant i spørgsmålet om at skabe større økonomisk vækst. Kritikken af frie markeds kræfter er, at mekanisme ikke fungerer tilfredsstillende som regulator, da markeds mekanismen ikke sikrer en hverken fair eller ligelig fordeling af overskuddet ved handel, hvorfor den ikke modvirker tendensen til overakkumulation og mindsket efterspørgsel i produktionsøkonomien i tilstrækkelig grad²⁹. Problemet er i realiteten, at en ulige fordeling af aktiver skaber mindre efterspørgsel og større overakkumulation. Financialization er altså en kortsigtet, ustabil måde at skabe vækst på, som i bedste fald kun har en ringe fortrængning effekt på investeringerne i den reelle produktionsøkonomi, som kan skabe en langsigtet bæredygtig økonomisk vækst.

4.5 Bobler - Financialization

Efter årtusind skiftet har USA oplevet to finansielle bobler. Udgangspunktet vil være den seneste boligboble, der viser hvordan boligmarkedet bliver genstand for financialization, som får store konsekvenser for hele den amerikanske økonomi for ikke at sige hele verden, når boblen til sidst springer. *“The balance sheet problems into which people fall if their homes lose value are purely financial losses. But they can be converted into substantial real losses to the economy if they are allowed to destroy public confidence”*, Shiller (2008). Baggrunden som er fortalt i foregående afsnit, er financialization, der siden 1970'erne har været nøglen til løftet i den økonomiske vækst med skiftet fra produktion til finans³⁰.

²⁸ <http://monthlyreview.org/books/ecologyvcapitalism.php>

²⁹ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

³⁰ <http://www.monthlyreview.org/mrzine/foster020106.html>

I starten af år 2000 hvor it-boblen til sidst sprang og hev verdens aktiemarkeder med ned, kunne man have frygtet at dette ville forårsage en alvorlig økonomisk nedtur. Den helt store økonomiske nedtur udeblev, idet boligpriserne begyndte at stige, der samtidig reddede den økonomiske vækst. Med en lav rente på én pct. fra Feds side samt masser af likviditet i omløb fløj boligpriserne i vejret med øget spekulation til følge. Gennem Fosters (2008) 5 faser vil baggrunden for, hvordan bobler agere som en generator for vækst i finanssystemet blive illustreret:

1. Fase: Nyt produkt. Financialization.

Muligheder opstår i den finansielle verden gennem securitization. Nye innovative produkter bliver strukturerede efter behov.

2. Fase: Kredit ekspansion.

En ekspansion af kredit betyder, at virksomheder påtager sig mere og mere gæld. Den lave rente i årene efter år 2000 betød, at det var billigt at låne til f.eks. boliglån, hvilket fik priserne til at stige pga. øget efterspørgsel. Yderligere havde securitization gjort det muligt for de finansielle selskaber at øge gearingen. Bankerne begyndte herefter at kaste sig over låntager med dårlig kreditværdighed, såkaldte subprime lånere.

3. Fase: Spekulation.

Spekulation er karakteriseret ved hastig vækst i størrelsen af påtaget gæld og en lempeligere kreditpolitik. Disse midler blev brugt til at købe finansielle instrumenter ud fra en antagelse om, at boligpriserne ville fortsætte med at stige. Boligmarkedet blev altså genstand for massiv spekulation, alle ville med på vognen.

4. Fase: Boblen springer.

Denne fase markerer en udvikling i retningen af det finansielle marked - ofte som følge af en ekstern hændelse. Da boligboblen sprang bl.a. som følge af en højere rente, som vendte udviklingen i boligpriserne. Subprime blev først ramt, da de sad inde med de dyreste lån. I form af, at subprime låneren ikke kunne betale afdrag og huset ikke kunne sælges, da boligpriserne faldt. Subprime låneren havde kun en udvej i form af at aflevere nøglen i banken.

5. Fase: krak og panik.

Den sidste fase i en finansiel boble er kendt som krak og panik, som giver sig udtryk i et hurtigt frasalg af boligen i en flugt tilbage til likviditet, ”fight to safety”. Det kraftige nedadgående boligmarked kostede lynhurtigt liv i form af kapitalfonde, Lehman Brothers og mange andre mindre finansielle virksomheder i hele USA. De strukturerede værdipapir gennem SIV tabte næsten al værdien og ingen vidste hvor risikoen var begravet og hvem der var i klemme. Tilliden i finanssektoren brød sammen. Finansiell panik opstod, alt i mens boligmarkedet fortsatte sin negative prisudvikling mod et mere ”naturligt” niveau.

Gennem Fosters (2008) 5 faser ses det med al tydelighed det ustabile præg og de potentielle kriser, som bobler kan medføre. Bobler hjælper med at agere vækst på kortsigt, men på langsiget kan en boble ikke blive ved at vokse, og det hele vil komme til en ende når boblen springer. Væksten vil tage af med et ordentligt brag med store konsekvenser for alle i økonomien. Både boligejere, investorer og de finansielle virksomheder. Det interessante og lidt skræmmende er, at selvom de finansielle virksomheder har handlet uansvarligt og har påtaget sig langt flere risikofyldte udlån end de skulle, for at score store penge på gebyrer og lignende, så forventer de finansielle virksomheder stadig at blive reddet af Fed.

Der befinder sig altså en åbenlys konflikt mellem et kortsigtet og langsigtet niveau i forhold til bæredygtigheden i finanssystemet. Financialization bidrager til ustabilitet og kan påvirke det strukturelle niveau i finanssektoren på en meget negativ og uheldig måde, som i værste fald kan ende i en lammelse af hele systemet i form af kreditkrise³¹. En lammelse af hele systemet, som følge af at subprime lånene blev ”pakket ind” og solgt videre i systemet, og dermed har skabt en stor makroøkonomisk krise med recession til følge. I dag befinder USA sig i recession med negativ vækst og der er umiddelbart ikke grund til at tro, at der kommer gang i motoren foreløbig.

³¹ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

4.6 Delkonklusion

Den finansielle sektor har forsøgt at bibeholde markedsandele, ved konstant at udfordret lovgivningens grænser. Og det er lykket. Mest af alt fordi Fed og regeringen har ”givet” bankerne lov til det. Det hjælper ikke noget at have en lov, som regeringen og Fed tolker forskelligt. For siden 1970’erne hvor finanssektoren i USA har gennemgået forandringer samt en stigende hældning mod en liberalisering af systemet, begyndte bankerne igen at udøve ikke-bank aktiviteter på trods af det blev forbudt i 1933, Glass-Steagall loven. Man kan sige, at den finansielle sektor regulerede sig selv. Problemet i USA er nemlig, at de enkelte Kongresmedlemmer varetager deres egne interesser og ikke tænker på USA som et land, derfor har det taget så mange år, at udarbejde en ny lov. Målet på længere sigt er, at der skal udarbejdes love på tværs af staterne. Love som forener USA med et stærkt finansielt system. Desuden kan man rolig sige, at finanssektoren via financialization er blevet afkoblet fra den reelle produktionsøkonomi. Den finansielle sektor har set muligheder for indtjening alle steder, og det har flyttet meget risiko over i finans, en risici bankerne udmærket har kendt til, men har påtaget sig for at øge indtjeningen gennem gearing. Det tyder derfor kraftigt på at den øgede risici i finanssektoren og de finansielle bobler har bidraget til større ustabilitet i hele økonomien.

Kapitel 5

Boligmarked i USA

5.1 Det amerikanske boligmarked

Det boligmarked vi ser i dag, er en biprodukt af markedet for syv-otte år siden. Spoler vi tiden tilbage til slutningen af 2001, da frygten for global terror indtraf efter 9-11 angrebet. Begyndte folk at miste tilliden, og aktiemarkederne faldt drastisk. Fed reagerede med massiv momsnedsættelse samtidig med at Fed funds rate blev nedsat gentagende gange til én pct. i 2003, hvilket i centralbank regi hovedsagelig er nul. Målet med en lav Fed Funds rate var at udvide pengemængden og tilskynde til låntagning, hvilket skulle stimulere til forbrug, investering og boligkøb. Det virkede, og økonomien begyndte støt at stige i 2002. Den lavere rente bearbejdede sin vej ind i økonomien, hvor det især var boligmarkedet der blev stimulerede og begyndte at buldre derude med tocifret stiger om året. På det tidspunkt var renten på en 30-årig fastforrentede realkreditlån på det laveste niveau i næsten 40 år. Folk så en enestående mulighed for at få adgang til en billig form for egenkapital plus at være med på stigningerne på boligmarkedet. *"The perception that real estate prices could only go up, year after year..."*, Shiller (2008). Folk lånte som aldrig før. Realkreditinstitutterne og bankerne begyndte samtidig at sløse med kreditvurdering, da de ikke så nogen fare, for hvis folk ikke kunne betale overtog de huset og solgte det videre til en højere pris, i form at det stigende boligmarked. Det er nemlig sådan i USA at gælden følger huset, det vil sige at når husejer ikke kan tilbagebetale sine afdrag, bliver nøglen bogstaveligtalt afleveret i banken, og banken overtager huset. I (bilag 24) ses, hvordan den lempelige kredit politik fik FICO til at stige på trods af fundamentals ikke kunne vise, at folk var blevet rigere eller arbejdsløsheden var faldet betydeligt, og derved havde bedre betalingsmuligheder (bilag 25 og 26). Den gode mulighed for profit og bankernes forfølgelse på storheds vanvid, fik bankerne til at åbne dørene for de mindre gode betalere, subprime låntagerne. Bankerne udviklede nye produkter, som blev kreeret og udformet præcist til subprime låntagers behov samt efterspørgsel. Disse nye produkter endte bredt omkring, og de blev inkluderet i pensionskasser, hedgefonde og internationale regeringer. Investeringsbankerne tilpassede lånene, som blev sammensat af forskellige finansielle instrumenter, så investorernes søgning efter lige netop en

fintmærkende kombination af risiko og afkast kunne tilfredsstilles. Lån med 40 års løbetid, belåning af 105 pct. af boligens værdi er bare ét eksempel på lån, der er udbetalt til kunder. Visse realkreditinstitutter og banker har endda markedsført såkaldte NINJA-lån, der er rettet direkte til folk uden indkomst og arbejde. Men hvilken rolle spiller det amerikanske boligmarked i de foregående hændelser? Det amerikanske boligmarked har været en del USA's vigtigste vækstmotorer gennem de senere år. En vækstmotor der er gået helt i stå. Det amerikanske boligmarked er ramt benhårdt af prisfald, der står rekord mange boliger til salg og nybyggeriet er gået helt i stå. I (bilag 10) ses det, at huspriserne er faldet i takt med, at der er kommet flere og flere boliger til salg. Der er et klart større udbud end efterspørgsel efter boliger, hvilket presser priserne nedad. Samtidig bliver der bygget færre og færre boliger, hvilket ses i (bilag 11), som har haft et naturligt niveau ved den grønne linie. Det kraftige fald som ses i grafen udtrykker bekymring og afventning for bedre tider. Et fald der kommer fra et utroligt højt niveau, som man kan se i (bilag 12), er priserne i såkaldte "glamour cities" som Phoenix, Miami, Las Vegas og Los Angeles steget med næsten 100 pct. på bare tre år. Shiller (2008) forklarer at boligbobler først rammer "glamour cities", hvorefter andre byen også vil opleve stigninger, men ikke i samme omfang. I midten af 2006, hvor boligpriserne begyndte at vende, har de samme stater oplevet fald på omkring 40-45 pct. (bilag 22). Et fald der umiddelbart ikke lyder af meget, når man ser på, hvilket niveauer boligerne kommer fra. Problemet ligger bare i, at det ikke er alle boligejere, der har købt på bunden og derfor stadig har friværdi. Nej, problemet opstår fordi mange har købt på vej op og på toppen, og nu oplever stigende renter og faldende boligpriser (bilag 21), som rammer dem hårdt økonomisk. Især staten Los Angeles, hvor Californien er største by, har de faldende boligpriser gjort, at 1,9 mio. boligejere ejer en bolig der er mindre værd end lånet, med andre ord teknisk insolvent³². En konsekvens der kan og har fået alvorlige økonomiske effekter på boligmarked i USA. En boligejer er teknisk insolvent, når gælden overstiger værdien af boligen og andre aktiver dvs. negativ friværdi. Problemet er sjældent alvorligt, mens boligpriserne stiger, for kan en boligejer ikke klare sine udgifter, kan han stifte ekstra gæld og så sælge boligen³³. Teknisk insolvens bliver derimod et stort problem, når boligpriserne falder. Boligejeren kan da sjældent rejse et lån i sin bank. For i den situation er bankerne ofte klemte af mangel på likviditet

³² <http://borsen.dk/okonomi/nyhed/152544/>

³³ <http://krisetider.blogs.business.dk/2008/11/07/100000-boligejere-teknisk-insolvente/>

og tab på andre låntagere. En proces der desværre udspiller sig i øjeblikket under den nuværende subprime krise i USA. I øjeblikket oplever amerikanerne massive stigninger i tvangsauktioner (bilag 13) pga. faldende boligpriser. Boligejeren bliver teknisk insolvent og kan samtidig ikke klare sine udgifter. Det stigende omfang af farlige lån er som sagt uheldigvis faldet sammen med, at renterne er steget, og der er indtrådt en afmatning i de amerikanske boligpriser. Det hele er en ond spiral, som dækker over begrebet Herd behavior, som har været skyld i at aktivpriserne ikke har kunnet beskrives ud fra fundamentals, men har skabt bobler³⁴. Med andre ord kan man sige, at investorerne søgte mod sikker havn ”fight to safety”. Forbrugere agerer *irrational exuberance* ifølge Shiller (2008), da forbrugeren køber bolig i forventning om yderligere prisstigninger. Keynes (1935) tilsiger, at ved slutningen af et konjunktur opsving opstår en stor overoptimisme, over købt marked. Investorer er mere optaget af at forudsige skift i markedet en rationelt at overveje det fremtidige afkast. Den optimistiske stemning afløses herefter af et kraftigt stemningsskift, hvor pessimismen bliver dominerende. Et stemningsskift der finder sted *pludseligt*. Det må siges, at være tilfælde for boligmarked, hvor en overoptimisme herskede, folk troede på boblen og at den ville fortsætte. Det skabte et overkøbt marked der pludseligt sprang pga. negative informationer. Samtidig med låntageren på det ekspansive subprime marked begyndte at misligholde ydelse, som udslag af den variable periode påbegyndte (bilag 29). Ligeledes påpeger Shiller (2008) den overoptimisme der herskede i markedet gennem et interview med cheføkonom Frank Nothaft fra Freddie Mac. I 2006 spurgte Shiller (2008) Nothaft om de havde overvejet faldende huspriser. Nothaft svarede, ”...*they had, and they had even considered the possibility of a 13,4% national drop in prices*”. Shiller (2008) sagde herefter, “*What about the possibility of a drop that is bigger than that?*”. Nothaft svarede herefter, “...*that such a drop had never happened, at least not since the Great Depression*”. Det er altså tydeligt at høre, at der har hersket en overoptimisme i den finansielle sektor, som troede på evige boligstigninger, hvilket er grotesk at tænke på især når institutterne bemærkede at boligpriserne ikke kunne forklares ud fra fundamentals. En overoptimisme som har præget markedet, og fået den finansielle verden til helt at glemme risikostyring. Fundamentals er information såsom

³⁴ <http://newworldrhinos.blogspot.com/2008/08/case-schiller-graph-exposes-housing.html>

indtægter, indtjening, aktiver, passiver og vækst³⁵. Disse informationer gav ingen tegn som kunne forklare boligboomet, da lønniveauet i USA ikke steg i samme omfang (bilag 26), de private sparede stadig ikke op (bilag 8) og arbejdsløsheden var ikke faldende i perioden (bilag 25). Samtidig skete der heller ikke en voldsom stigning i befolkningen eller bygningsomkostninger (bilag 30). En fremadrettet løsning er som tidligere nævnt, at få de amerikanske forbrugere til at tænke mere på deres økonomi, fordi de private bruger mere end de tjener. Det handler altså grundlæggende om, at ændre folks opfattelser under boligbooms, hvilket er nemmere sagt end gjort. Folk har nemlig en tendens til, hurtigt at glemme samtidig med en ny generation skal ud på boligmarkedet eller begynde at investere. Information i samfundet er derfor nøgleordet, der skal skabe viden og forståelse hos den amerikanske forbruger, Shiller (2008).

Bobler kan sagtens komme igen, hvis der ikke bliver gjort noget fra politisk side. Regeringen og Fed havde svært ved at se, at USA var ramt af en kraftig boble. Forhenværende Fed direktør Greenspan (2007) mener ikke, at man kan foreklare økonomiske kriser ud fra bobler. *"I would tell audiences that we were facing not a bubble but a froth – lots of small local bubbles that never grew to a scale that could threaten the health of the overall economy."* Greenspan mente heller ikke, at bobler var stærke nok til at lave politiske ændringer for at forsøge at stoppe bobler i fremtiden³⁶. Præsident Bush sagde i et radioshow i 2005, at lånerenter var yderst lave, hvilket smittede positivt af på boligejernes renter, der havde noget rekord lave niveauer. Bush talte kun om succes, og nævnte aldrig boligboomet. Bush var faktisk tro, som mange andre ledere, der heller ikke tænkte tanken om, at det umuligt kunne fortsætte. De fleste ledere benægtede altså at der var en boble, hvilket er vigtigt at kunne forstå og anerkende, for på længere sigt at skabe stabilitet, Shiller (2008). Desuden er det yderst problematisk, som Shiller (2008) finder ud af, at der ikke er data om forhenværende kriser/bobler. Undringsværdig, da man må mene, at det er vigtigt at alle lære af sine fejl. Men lige netop af denne grund opleves bobler igen og igen, fordi man ikke lærer fra tidligere hændelser, Humam behavior.

Der er nok ingen tvivl om, at vi har oplevet nok den største boble i USA's historie, som kan ses i (bilag 14). *"The real story is simple. We have witnessed the largest asset-price*

³⁵ <http://www.wellesley.edu/Economics/case/PDFs/behavior.pdf>

³⁶ <http://seekingalpha.com/article/125563-greenspan-yet-again-blames-others-for-housing-bubble>

bubble in US history, making the tech-stock bubble seem like an overdone weekly rally”, Case & Shiller (2004).

Shiller (2008) mener grundlæggende, at boligboblen er skyld i subprime krisen. Markedet blev ramt af grådighed, fordi USA som et samfund ikke vidste, hvordan spekulative bobler skulle behandles. Netop nuværende krise, var som sagt stimuleret af kreditekspansion, lave renter og Herd behavior, hvor folk ville med til boligfesten og derfor købte – i en formodning om boligen kunne sælges efter nogle måneder, med høj fortjeneste. Men da boligboblen sprang fulgte tilsvarende en selvopfyldende panik, hvor folk forsøgte at komme ud af deres bolig. Der er grundlæggende brug for, at der skabes større sikkerhed om risikostyring, bedre finansiell opførelse og forøge boligejernes formue. Men samtidig også styrke den sociale ”fabrik”, og istandsætte forholdene for bedre økonomisk stabilitet og vækst. Dette vil på sigt skabe et mere stabilt boligmarked, som vil smitte af i økonomien.

5.2 Delkonklusion

Fremtidens boligmarked i USA skal bygges ud fra fundamentals, så folks lønniveau og andre sociale ting følger med boligpriserne. Regeringen og Fed skal anerkende bobler og lære befolkning at forstå dem. Det er vigtigt at opsamle data om den nuværende boligsituation, så man i fremtiden kan lære af sine fejl. Desuden er det vigtigt for et mere stabilt boligmarked gennem åbne markeder, for pga. forskellige politiske interesse problemer fra stat til stat er boligmarkedet et lukkede land. Dette vil ikke forhindre alle bobler i fremtiden, men vil kunne hjælpe til at skabe balance, der vil kunne forhindre ekstraordinære stigende aktivpriser.

Kapital 6

Den amerikanske regering og Fed

6.1 Makroøkonomiske indgreb fra 2001-2009

Subprime krisen i USA er ikke blot et fænomen skabt i finansverdenen, mange faktorer peger på, at krisen har sin oprindelse hos den amerikanske regering og den amerikanske centralbank (Fed). Siden 2001 har den amerikanske regering foretaget makroøkonomiske indgreb, som er blevet kraftigt kritiseret/diskuteret af adskillige fremtrædende økonomer, bl.a. nobelprisvinder og tidligere cheføkonom for Verdensbanken Joseph E. Stiglitz, professor i økonomi på Yale Universitet Robert J. Shiller og økonom på Princeton Universitet Paul Krugman³⁷.

Americans have lost faith not only in the [Bush] administration, but in its economic philosophy: a new corporate welfarism masquerading behind free-market ideology; another version of trickle-down economics, where the hundreds of billions to Wall Street that caused the problem were supposed to somehow trickle down to help ordinary Americans. Trickle-down hasn't been working well in America over the past eight years.

In environmental economics, there is a basic concept called the polluter pays principle. It is a matter of fairness, but also of efficiency. Wall Street has polluted our economy with toxic mortgages. It should now pay for the cleanup", Stiglitz (2008).

Regeringen med Bush i spidsen fra årene 2000-2008 har troet meget på frie markedskræfter, hvilket også har betydet, at der er dereguleret kraftigt ud fra den argumentation: at markedet regulerer sig selv og det derfor ikke er hensigtsmæssigt at intervenere³⁸. Denne nyliberale strategi har Stiglitz (2008) kritiseret, da Stiglitz (2008) påpeger, at markederne er asymmetriske, informationsniveauet er uigennemsigtigt og at det dermed er nødvendigt at regulere³⁹.

³⁷ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

³⁸ <http://www.berlingske.dk/article/20081113/verden/81113180/>

³⁹ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

I 2001 efter 9-11 angrebet havde Bush succes med at tilskynde betingelser igennem Bush-doktrinen. Især en ny skattepolitik, hvor det især drejede sig om lavere marginalsatter skulle tilskynde til arbejde og investering. Bush-administration sænkede herefter skatten, som kun hjalp de rigeste i samfundet. Stiglitz (2008) hævder, at denne skattesækning ikke stimulerede økonomien tilstrækkeligt, da pengene ikke øgede forbruget og dermed efterspørgslen⁴⁰. Da skattesækningen ikke hjalp begyndte den amerikanske centralbank, med Alan Greenspan i spidsen at sænke renten i USA til blot én pct. i 2003 (bilag 15), for at holde økonomien i gang, da USA befandt sig i recession. Som tidligere omtalt i rapporten, gjorde den lave rente i USA, at folk kunne låne penge billigt, hvilket satte gang i det amerikanske boligmarked med stigende huspriser til følge, Shiller (2008). Rentesækning tilførte dog ikke nogen fordele til økonomien, for i stedet for at firmaer lånte mere og investerede yderligere, var det som nævnt boligejerne, der påtog sig gæld. Opsvinget på boligmarkedet var ikke i første omgang tilstrækkeligt til, at få sat yderligere gang i økonomien. Det var først da bankerne sænkede kravene til folks kreditværdighed i et forsøg på, at få folk til at låne mere, samtidigt med at nye lånetyper, herunder subprime lånene, gjorde det muligt at udskyde tilbagebetalingen i flere år, som blev diskuteret i kapital 5. Dette fik økonomien til at vokse, men hovedsageligt pga. at boligejerne refinansierede deres boliglån og brugte nogle af disse penge på forbrug. Så længe boligpriserne blev ved med at stige, kunne boligejerne ignorere deres øgede gæld, eftersom deres friværdi blev tilsvarende større⁴¹. Men sommer 2006 begyndte boligpriserne at falde samtidig med at renterne steg, dette var en farlig cocktail for subprime lånerne, som omgående havde brug for hjælp. Hjælpen kom i form af, at nuværende Fed direktør Ben Bernanke begyndte at sænke rente i håb om at stimulere økonomien og samtidig hjælpe trængte boligejere. Renten blev i 2008 sænket til mellem 0- og 0,25 pct., hvilket er det laveste nogensinde og sætter virkelig krisen i perspektiv⁴². Fed argumenteret for, at priserne i USA falder med det højeste i 61 år og man derfor ikke frygter inflationen. Regeringen med Bush i spidsen fik i anden omgang også gennemført redningspakken for finansmarked. En redningspakke som skal genskabe tilliden til den amerikanske finansverden ved at afbløde den likviditets- og lånekrise, der har taget hårdt på det amerikanske

⁴⁰ <http://www.information.dk/171930>

⁴¹ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

⁴² <http://www.ekonomia.dk/ekonomia/index.php/media/50-media/156-fed-saenker-renten-til-det-laveste-i-hele-feds-95arige-historie>

pengesystem gennem 2008. Planen giver den amerikanske finansminister tilladelse til på statens vegne at opkøbe realkreditobligationer fra banker og andre finans institutioner for et beløb på op til 700 milliarder dollars⁴³. Derudover garanterer den amerikanske stat indskud i banker på op til 250.000 \$ samt giver skattelettelser til både privatpersoner og selskaber, hvilket vil blive diskuteret nærmere i Feds rolle som "Lender of Last Resort". Økonom Stiglitz (2008) mener ikke, at det er det rigtige regeringen gør, ved at sende regningen videre til skatteyderne. Stiglitz (2008) udtrykker sin bekymring ved at regeringen samt Fed endnu engang redder spekulative investorer.

"I think it remains a very bad bill. It is a disappointment, but not a surprise, that the administration came up with a bill that is again based on trickle-down economics. You throw enough money at Wall Street, and some of it will trickle down to the rest of the economy. It's like a patient suffering from giving a massive blood transfusion while there's internal bleeding; it doesn't do anything about the basic source of the hemorrhaging, the foreclosure problem. But that having been said, it is better than doing nothing, and hopefully after the election, we can repair the very many mistakes in it", Stiglitz (2008).

Da Bush overgav magten til Obama, gik der ikke mange måneder før den nye præsident havde fået stemt sin hjælpepakke igennem. En hjælpepakke der skulle stimulere økonomien. Pakkens samlede rammer er på 850 mia. dollars, hvor der vil blive skattelettelser til middelklassen, og øget offentligforbrug og investering. Shiller (2008) Stiglitz (2008) og Krugman (2008) bakker alle op omkring stimulanspakken, de mener der er behov for at forbedre infrastrukturen, skattelettelser og ligge mere vægt på velfærdsydelser for at forbedre den amerikanske økonomi.

"But [private spending is] not what we're talking about when we talk about stimulus spending: we're not talking about the government buying consumption goods for the public at large. Instead, we're talking about spending more on public goods: goods that the private market won't supply, or at any rate won't supply in sufficient quantities. Things like roads, communication networks, sewage systems, and so on. And every

⁴³ http://da.wikipedia.org/wiki/Redningspakken_for_det_amerikanske_finansmarked

Econ 101 textbook explains that the provision of public goods is a necessary function of government", Krugman (2008).

6.2 Rentenedsættelser

En række økonomer har rettet deres kritik mod den amerikanske regering og Fed. Stiglitz (2008), kritiserer i stærke vendinger Bush-administrationen og i særdeleshed tidligere direktør for Fed, Alan Greenspan⁴⁴ - et emne der vil blive uddybet i kapitel 7. Stiglitz (2008) konstaterer, at Greenspan overså en masse faresignaler, som opstod i forbindelse med de massive stigninger på boligmarked i takt med, at bankernes kreative udlånsmuligheder blev mere komplekse. Faresignaler omkring subprime lånene, der efter "teaser" perioden de første par år, ville skifte til variable rente. Favorable lån der næsten lød for godt til at være sandt, og som Møller & Nielsen (2005) har lært os, "*intet der ser for godt ud er sandt*". Shiller (2008) fremhæver videre at regeringen og Fed ikke anerkendte boligboblen, hvilket fik boblen til at løbe løbsk. Stiglitz (2008) stiller yderligere spørgsmålstejn ved, om Alan Greenspan virkelig regnede med at renten ville holde sig på én procent, og at den dermed fortsat ville være en negativ real rente⁴⁵. Stiglitz (2008) mener ligeledes, at Fed burde have overvejet bivirkningerne det kunne få for de fattige amerikanere, som kun kan låne gennem subprime systemet: en bivirkning hvis renten ville gå hen og stige, når "teaser" perioden udløb. For at påpege at ikke alt handler om regering og Fed som enhed, er det ikke alle økonomer og medier, der udelukkende retter deres kritik mod Bush og Fed. Krugman (2008) som bestemt ikke, er enige i Feds handlinger. Moderer dog sin kritik af Greenspan en smule, da Krugman (2008) hævder, at Greenspan muligvis ikke havde de store muligheder, hvis ikke USA skulle forblive i den recession de befandt sig i efter IT-boblen bristede. Krugman (2008) holder dog fast i, at Greenspan ikke lyttede til de advarsler, der kom omkring subprime lånene, samt at Fed havde rigeligt med muligheder for at regulere markedet, hvilket følgende citat illustrerer⁴⁶:

"His rate cuts helped make the bubble possible, but I'm not sure there was any alternative. I remember the interest rate was down to 1%, and the economy was still

⁴⁴ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

⁴⁵ Seminar opgave sommer 2008, side 12

⁴⁶ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

losing jobs. What Greenspan did not do was listen to warnings about subprime. The Fed had substantial regulatory and moral-suasion power. They could have done a lot to limit the excesses", Krugman (2008).

Desuden vurderer den økonomiske kommentator hos Finansiell Times, Martin Wolf⁴⁷, at det ikke udelukkende er Alan Greenspans skyld, at boligmarkedet knækkede og skabte enorme problemer for den finansielle sektor og lånerne af subprime lån. Wolf fastslår, at det ikke alene er i USA, at boligpriserne har været voldsomt overvurderede. Lande i EU, for ikke at nævne Danmark, har ligeledes oplevet stigende boligpriser, som ikke har kunnet forklares ud fra de pengepolitiske indgreb i USA, eller for den sags skyld fundamentals. Wolf diskutere videre om, at argumentationen havde været en anden, hvis landene havde fulgt den amerikanske strategi, men dette er ikke tilfælde og alligevel er boligpriserne fløjet i vejret⁴⁸. Wolf mener, at liberaliseringen af boliglånene har forårsaget bobler i mange lande. Wolf argumenterer for, at jo nemmere det er at skaffe kapital, desto nemmere vil det være at betale højere huspriser, hvilket kan medfører villigere købere med ekstra høje forventninger til endnu højere priser⁴⁹. Den samme opfattelse har Shiller (2008), som snakker om investorernes *irrational exuberance*. Tilstanden på det amerikanske boligmarked og i den finansielle sektor har gjort, at Fed fra 2007 har sænket renten i flere omgange - til Federal Funds rate i dag befinder sig på 0-25 pct.

"The Federal Open Market Committee decided today to establish a target range for the federal funds rate of 0 to 1/4 percent.

Since the Committee's last meeting, labor market conditions have deteriorated, and the available data indicate that consumer spending, business investment, and industrial production have declined. Financial markets remain quite strained and credit conditions tight", Official Federal Reserve press release, 16 dec. (2008).

Den amerikanske centralbank (Fed) understregede virkelig alvoren af den økonomiske krise i USA – verdens største økonomi, da Fed tirsdag 16. december 2008 sænkede

⁴⁷ <http://blog.politiken.dk/orskov/category/martin-wolf/>

⁴⁸ Seminar opgave sommer 2008, side 12

⁴⁹ <http://www.ft.com/comment/columnists/martinwolf>

Federal Funds rate til noget nær nulpunktet, 0,25 pct. Dette bringer den amerikanske rente ned til sit laveste niveau siden 1930'erne. Man kan med andre ord sige, at centralbanken er tæt på at være desperat i sit forsøg på igen at få gang i økonomien. Samtidige understregede Fed budskabet ved at meddele, at Fed er rede til at overveje yderligere ukonventionelle tiltag. I en presse meddelelse skrev Fed følgende: *"Fed vil tage alle til rådighed stående midler i brug for at fremme en vedvarende økonomisk vækst og sikre prisstabilitet", hed det således i en meddelelse tirsdag aften, hvor Fed også forudser, at renten forbliver lav 'i nogen tid'*", Official Federal Reserve press release, 16 dec. (2008).

Stiglitz (2008) er ligeledes stærkt kritisk overfor de seneste rentesænkninger, som Stiglitz (2008) ikke mener, vil være tilstrækkelige til, at rette op på den svage amerikanske økonomi:

"We should be clear, however, that monetary policy and these lastminute rescues can only prevent a meltdown of the economy; it can't resuscitate it. As Keynes pointed out, it's like pushing on a string - and even more so in this era of globalisation. With housing prices falling, new liquidity won't make -homeowners borrow more – or banks lend more. The money will look for safer and higher returns elsewhere, like China, which is now worried about US irresponsibility showing up in asset -bubbles in its own economy", Stiglitz (2008).

Stiglitz (2008) påpeger her, at de pengepolitiske indgreb, der er foretaget, kun kan være med til at forhindre en nedsmeltning af økonomien, men ikke genoplive den. Boligejere vil ikke låne yderligere, eftersom boligpriserne forsætter med at falde. Derudover vil bankerne heller ikke låne ud i samme omfang, men i stedet lede efter mere sikre investeringsmuligheder med et højere afkast⁵⁰.

Regeringen og Fed ryster dog ikke i hænderne, eftersom regeringen og Fed første prioritet er konsekvenserne for væksten i USA, hvilket er én af hovedårsagerne til rentenedsættelserne, men især låntageren har samtidig også haft Feds bekymring. I

⁵⁰ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

(bilag 16) er det illustreret, hvor slemt det har været for subprime låneren efter ”teaser” periodens udløb. Det ses i (bilag 16), at inden Fed sænkede renten, da Federal Funds rate befandt sig på 5 pct., måtte forbrugere med subprime lån betale 35 pct. i ekstra ydelse. En ekstrem høj ydelse alle forbrugere har haft svært ved at betale, samtidig med at kunne få hverdagen til at fungere. I øjeblikket befinder Federal Funds rate sig som sagt på næsten 0 pct., hvilket har haft enorm betydning for subprime låneren. Ydermere har Fed i samarbejde med bankerne, forsøgt at komme subprime låneren til hjælp igennem omlægning af forbrugerens dyre subprime lån, hvilket er lidt ironisk, eftersom bankerne udlånte til netop subprime lånerne. Hjælpen består i, at lånene kan blive lagt om til lavere fast forrentede lån i et forsøg på at redde forbrugeren fra tvangsaktionen, men også bankerne og realkreditinstitutter fra at lide yderligere kæmpe tab. I (bilag 16) illustreres den forbedrede situation for subprime låneren. Ydermere har Fed sænket renten i håb om, at øge motivationen til at optage lån og dermed få gang i det faldende amerikanske privatforbrug, der udgør 70 pct. af USA's GDP⁵¹. En situation der er yderst besværlig, eftersom interbank markedet helt er brudt sammen, hvilket er gået udover udlån til private og virksomheder. Privatforbruget har med andre stor indflydelse, men er også en indikator for den amerikanske økonomis tilstand. I (bilag 23) kan man tydelig se, hvilken virkning det faldende privatforbrug har for industrien og derved den økonomiske vækst.

Med hensyn til rentenedsættelsen, har der været forskellige meninger om, hvorvidt den kan hjælpe den amerikanske økonomi. Økonomerne Krugman (2008) og Stiglitz (2008) diskutere videre om, at en rentesænkning kan stimulere til stigende inflation, der kan presse de amerikanske forbrugere endnu mere. Inflation kombineret med den lave vækst, kan i sidste ende udmunde sig i stagflation. En frygt Fed ligeledes har delt, men efter oliepriserne er faldet betydelig, deler Fed ikke den samme frygt. I (bilag 18) illustreres det massive fald i inflationen. Feds førsteprioritet er at for stabilisere det finansielle marked, der vil blive kigget lidt nærmere på Feds rolle senere i kapitlet.

“Meanwhile, inflationary pressures have diminished appreciably. In light of the declines in the prices of energy and other commodities and the weaker prospects for

⁵¹ Seminar opgave sommer 2008, side 12.

economic activity, the Committee expects inflation to moderate further in coming quarters.

The focus of the Committee's policy going forward will be to support the functioning of financial markets and stimulate the economy through open market operations and other measures that sustain the size of the Federal Reserve's balance sheet at a high level. As previously announced, over the next few quarters the Federal Reserve will purchase large quantities of agency debt and mortgage-backed securities to provide support to the mortgage and housing markets, and it stands ready to expand its purchases of agency debt and mortgage-backed securities as conditions warrant. The Committee is also evaluating the potential benefits of purchasing longer-term Treasury securities. Early next year, the Federal Reserve will also implement the Term Asset-Backed Securities Loan Facility to facilitate the extension of credit to households and small businesses. The Federal Reserve will continue to consider ways of using its balance sheet to further support credit markets and economic activity", Official Federal Reserve press release, 16 dec. (2008).

6.3 Skattelettelse

Den amerikanske regering blandende sig i maj 2008, hvor en økonomisk hjælpepakke til de private amerikanere blev gennemført. Hjælpepakken skulle give den almindelige amerikanske familie godt 1.200 dollars og endnu mere, hvis der var børn i familien. Endnu et forsøg fra Bush-administration til at komme den amerikanske borger til hjælp, men samtidig også et forsøg på at sætte gang i økonomien. Økonomiske eksperter er dog igen uenige om, hvorvidt denne skattelettelse er tilstrækkelig til at stimulere den amerikanske økonomi. For hvis folk i stedet vælger at opspare pengene, vil det ikke påvirke den amerikanske økonomi. Et fænomen der ikke kendetegner de amerikanske forbrugere, der gennem de seneste år har brugt mere og mere. I øjeblikket er forbruget så stort, at en almindelig privat person stort set ikke spare op (bilag 8)⁵². Forventningen er derfor, at forbrugerne ikke vil ændre købeadfærd og i stedet vil øge forbruget. Tvivlen fra økonomerne går da også mere på om det øgede forbrug, vil være kraftig nok til at sætte gang i den svage amerikanske økonomi. Krugman (2008) er heller ikke sikker på, at skattelettelsen er korrekt udformet, da han påpeger at skattereduktionen

⁵² Seminar opgave sommer 2008, side 13.

rammer den forkerte målgruppe. Bush' lovede skattereduktion til de lavest lønnede men i faktiske tal er det de rigeste, der får mest ud af skattelettelserne, og eftersom de rigeste forbrugere højst sandsynlig ikke vil ændre købsadfærd gennem reduceret skat, hvilket er hvad den amerikanske økonomi har brug for, vil skattelettelserne ikke få den nødvendige effekt. Den samme mening har Stiglitz (2008), som er yderst kritisk overfor Bush' hjælpepakke, da Stiglitz (2008) påpeger, at den rammer den forkerte målgruppe. Stiglitz (2008) argumenterer, at det er vigtigt at ramme de laveste indkomstgrupper i samfundet med skattelettelser, da pengene her overvejende vil gå til forbrug, hvilket vil være ensbetydende med en større stimulation af økonomien.

"Most of the money is given to people who are not much inclined to spend it, people who are not in financial difficulty. And therefore they will just put it in the bank or pay down credit card debt. I've been

trying to make the case that since this thing is going to go on for a long time, effectiveness is more crucial than speed. I'm actually for public investment now - repairing bridges, building infrastructure.

Normally people say if you try to do any public investment to stimulate the economy, the recession will be over before it can come online. But I don't think that's a problem this time", Krugman (2008).

"...Thus low-income taxpayers have little or no tax incentive to pay for financial advice...", Shiller (2008).

Krugman (2008) mener, at den amerikanske regering hellere skulle bruge penge på at investere, f.eks. forbedre infrastrukturen. Her er han på linje med Stiglitz (2008), som også gerne så yderligere investeringer i infrastrukturen⁵³. Et råd man skulle tro præsident Barack Obama har hørt på, eftersom hans hjælpepakke til 850 mia. dollars netop fokuserer på at skabe jobs gennem forbedringer af infrastrukturen og skattelettelser til middelklassen. Man kan med andre ord sige, at Obama har lært af Bush' fejl, som ikke har hjulpet med til at stimulere økonomien. Økonomerne Shiller,

⁵³ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

Krugman og Stiglitz er alle yderst positive overfor præsident Barack Obamas skatteforslag..

Fremadrettet mener Stiglitz (2008) også, at der skal skæres ned på militærudgifterne. De mange milliarder af dollars USA bruger på militære udgifter, er finansieret med lånte penge, som reelt ikke vil give noget afkast på sigt⁵⁴. Derudover påpeger Stiglitz, Krugman og Shiller at det er nødvendigt at investere mere langsigtet, f.eks. i uddannelse og research samt at hjælpe boligejerne, så der undgås yderligere tvangsauktioner. Det kan diskuteres, hvor økonomisk ansvarligt det er at føre krig samtidigt med at man giver skattelettelser. Mange af de milliarder af dollars USA har brugt på militære udgifter er finansieret med lånte penge, som ikke vil give noget reelt afkast på længere sigt. Stiglitz (2008) påpeger, at den normale praksis i forbindelse med krigsførelse er skattestigninger, hvilket er yderst vanskelig i den økonomiske situation USA befinder sig i⁵⁵.

I forbindelse med subprime krisen har den amerikanske politik medvirket til de problemer økonomien USA står overfor i dag. Meget tyder på, at den amerikanske regerings økonomiske indgreb, herunder skattelettelserne og hjælpepakker indtil videre har været fejlagtige og har muliggjort en eskalering af krisen.

6.4 Fed som "Lender of Last Resort"

Fed spiller en supplerende rolle, som kan have en stor indvirkning på de finansielle markeder og økonomien som helhed. Den amerikanske central agerer som "Lender of Last Resort" (långiver i sidste instans), ved at stille likviditet til rådighed i en potentiel økonomisk nødsituation.

Bankerne kan låne penge fra, hvad der er kendt som Fed's "rabat" vindue til en lavere rente. Fed fastsætter denne sats, som ikke er drevet af udbud og efterspørgsel på omkring 0,5 pct. under den Federal Funds rate. Selvom låntagning fra Fed er billig, undgår banker normalt det, hvis de kan, fordi det signalerer, at de er i økonomiske vanskeligheder, sandsynligvis alvorlige nok til, at andre banker ikke vil låne til dem. Denne sidste grøfte låntagning kan forhindre konkurs eller holde indskydere fra såkaldte bank-runs, hvor private kommer farende for at trække deres penge ud. Yderligere, hvis

⁵⁴ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

⁵⁵ <http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

en større finansiel institution er i alvorlige problemer, kan Fed hjælpe med en redningsplan, der på længere sigt skal redde det finansielle institut fra eventuelle katastrofale følger.

Federal Reserve System blev grundlagt i 1913 af præsident Woodrow Wilson. Før dette havde der været et system med private nationalbanker. Feds overordnede opgaver er følgende:

- at føre pengepolitik i USA ved at påvirke de monetære og finansielle forhold i økonomien med henblik på at opnå fuld beskæftigelse, stabile priser og moderate lange renter.
- at overvåge og regulere bankerne i USA.
- at sikre stabilitet i det finansielle system.
- at fungere som bank for de amerikanske banker, den amerikanske regering og udenlandske officielle institutioner.
- at spille en væsentlig rolle i driften af landets betalingssystem.

Siden 2007 hvor krisen begyndte at vise sine første tegn, har Fed støttet marked. Fed har taget alle midler i brug. Da boligmarkedet vendte begyndte Fed at regulere Fed Funds rate i et forsøg på at komme boligejere til hjælp mod den stigende ydelse, eftersom ”teaser” perioden var udløbet. Dette har ført til at renten er på absolut laveste niveau i dag. Tilsyneladende har denne instans så småt begyndt at hjælpe boligmarked i takt med, at boligpriserne er ved at blive regulerede til et mere ”normalt” niveau i forhold til fundamentals i økonomien. Samtidig med boligboomet rasede begyndte banker og realkreditinstitutter som tidligere fortalt at kreere lån, som i dag har fået interbank marked til at gå helt i stå. Dette har fået Fed til at reagere ved at skyde likviditet i markedet (bilag 17). Fed benytter flere forskellige metoder til at øge pengemængden i banksystemet. Disse aktioner er omtalt som den monetære politik. Fed kan desuden udskrive nye pengesedler i et forsøg på at øge pengemængden i økonomien. Fed anvender tre metoder i et forsøg på at øge likviditeten i marked:

- Fed kan påvirke pengemængden ved at ændre reservekrav, som er det beløb, bankerne skal holde imod indlån på bankkonti. Ved at nedsætte reservekravene,

kan bankerne låne flere penge ud, hvilket øger det samlede udbud af penge i økonomien. Omvendt, ved at hæve bankernes reservekrav, er Fed i stand til at formindske størrelsen af pengemængden.

- Fed kan også ændre pengemængden ved at ændre de korte renter. Ved at mindske (eller øge) diskonteringssatsen, som er den sats bankerne betaler for kortfristede lån til Fed, er Fed i stand til effektivt at øge likviditeten.
- Endelig kan Fed påvirke pengemængden ved at udføre markedsoperationer, hvilket påvirker den Federal Funds rate. I åbne operationer, køber og sælger Fed statspapirer, hvis Fed ønsker at øge pengemængden, køber Fed statsobligationer.

Alle tre metoder er taget i brug i større eller mindre omfang for at støtte det finansielle marked. Et finansielt marked i USA, som stadig er skræmt af Lehman Brothers kollaps. Bear Sterns var det første ofre, som kom op til overfalden. Massive nedskrivninger på udlån fik investorer og banker til at frygte at andre banker ligeledes gemte nedskrivninger under overfladen. I Bear Sterns sagen udarbejdede Fed en løsning sammen med J.P. Morgan, som lånte i Fed for at købe Bear Stern. Samtidig sænkede Fed diskonto renten i et forsøg på at åbne for likviditet mellem bankerne. Dette hjalp dog ikke og da flere og flere nedskrivninger steg til overflade fladt interbank markedet helt sammen - til helt at gå i stå da Lehman Brothers måtte begære konkurs. Fed måtte herefter bruge sin magt som "Lender of Last Resort" til, at fortælle markedet at der ville blive ydet hjælp uanset hvad. Dette blev gjort for at stabilisere og skabe en form for tryghed, så likviditeten igen kunne flyde. Fed må siges, at være blevet mere opmærksomme og bange for, hvor stor betydning "Lender of Last Resort" har efter kollapse af Lehman Brothers. Hvis et kort bliver fjernet fra kort huset, vælter hele korthuset – hvis der ikke bliver støttet. Det samme var ved at ske efter Lehmans kollaps. Likviditet blev som sagt trukket til sig og holdt tæt til kroppen (bilag 20). Banker stoppede med at yde udlån til hinanden. Fed reagerede omgående med, at udnytte deres midler til at skyde likviditet i markedet for at udgå flere konkurser. Det kan være svært at forstå, hvorfor lige netop Lehman Brothers fik lov at falde, når andre banker, forsikringsvirksomheder og investeringsbanker inden da var blevet reddet i form af bail

outs. Det mest brugte utryk til at forklare bailout, er billede af en familie på fire der spiser aftensmad. Det ene barn vil ikke deltage i familiemiddagen, men senere på aften begynder barnet at beklage sig over at være sulten og til sidst får sin vilje via et sent måltid. *"A bailout is unfair to those who..."*, Shiller (2008). Det er klart at det andet barn undre sig over, hvorfor det ikke må spise sent. Og bliver lidt sur over, hvorfor sin søster eller bror skal behandles anderledes. I dette billede er det skattebetaler, der ikke forstår, hvorfor banker og andre skal reddes, når de selv mister job og ikke føler de får hjælp. Det er her vigtigt, at USA som informationssamfund forstår hvorfor Fed handler som de gør. Det vil være vanskeligt i det nuværende klima af folkets vrede rettet mod det finansielle marked, for politiske kandidater at vinde opbakning til at udvide og udvikling det finansielle marked. Men det er præcist, hvad der er nødvendigt, for at løse subprime krisen og forhindre en gentagelse af lignede økonomiske kriser i fremtiden, Shiller (2008). Desuden fremhæver Shiller (2008), at bail outs er nødvendige på den korte bane, men der skal være en plan bagved, så banker og andre finansielle institutter ikke for følelse af Fed agere som sikkerhedsnet.

"To restore confidence in the markets, Shiller argues, bailouts are needed in the short run. But he insists that these bailouts must be targeted at low-income victims of subprime deals. In the longer term, the subprime solution will require leaders to revamp the financial framework by deploying an ambitious packaged of initiatives to inhibit the formation of bubbles and limit risks, including better financial information; simplified legal contracts and regulations; expanded markets for managing risks; home equity insurance policies; income-linked home loans; and new measures to protect consumers against hidden inflationary effects", Shiller (2008).

På længere sigt skal der arbejdes sammen mellem staterne om at skabe et fundament, som skal kunne varetage risiko og beskytte forbrugeren. Ellers kan Fed blive ved at bail out banker, som Fed har gjort siden 1914.

"Indeed bailouts of one sort or another have been part of the underlying stabilization mechanism of economies... The Federal Reserve has been bailing out troubled banks

since it opened for business in 1914... We must face up the fact that we have not been able to avoid bailouts in the past, and we cannot do so today", Shiller (2008).

Kindleberger (1978) mener, at bank fridage og lukning af markedet er én mulighed for at stoppe likviditets problemer. Desuden er Kindleberger (1978) fortaler for "*state guarantee of liabilities, deposit insurance, take over of troubled banks by larger banks and isolating bad assets in a separate unit*". Schwartz (1963) er enig med Kindleberger (1978), om at bank fridage kan aflaste marked samt støttes med likviditet. Schwartz (1963) er dog ikke helt enig, i det Schwartz (1963) mener "*Mismanaged banks should be allowed to fail*". Det kan dog være svært at vide, hvilket banker der skal have hjælp i krisesituationer, hvor handlinger fra Feds side har stor betydning.

"The great majority, the majority to be protected, are the 'sound' people, the people who have good security to offer. If it is known that the Bank of England is freely advancing on what in ordinary times is reckoned a good security - on what is then commonly pledged and easily convertible - the alarm of the solvent merchants and bankers will be stayed", Bagehot (1873).

Dermed kan det ikke med sikkerhed siges, at Bagehot (1873) krævede, at banker skulle værre solvente for at få støtte fra Fed i krisesituationer. Bagehot (1873) var altså lidt mere skeptisk overfor centralbankernes indgreb. En hjælpeaktion må ikke true Nationalbankens overordnede makrofunktion, at holde styr på landets samlede økonomiske situation og især de pengepolitiske. Schwartz (1963) og Friedman (1963) deler lidt samme holdning som Bagehot (1873), som mener at frie markedskræfter skal have lov at herske, hvis bankerne selv har været skyld i deres situation.

Bordo (2007) er dog uenig i denne holdning og mener, at nogen instanser er nødvendige at blive reddet "*too-big-to-fail doctrine*", men på den negative side kan det skabe Moral hazard problem, hvor incitamentet for risiko helt forsvinder Holmstrom (1997). Denne påstand bliver ligeledes delt af Krugman (2008) og Stiglitz (2008). Økonomerne mener, at det finansielle marked selv har fejlet og straks kræver at Fed redder de finansielle institutter gennem bail out.

“The recent experience with assistance to insolvent banks is inconsistent with the classical prescription. Liberal assistance to insolvent banks, combined with deposit insurance which is not priced according to risk, encourages excessive risk-taking, creating the conditions for even greater assistance to insolvent banks in the future” Bordo (2007).

“The financial services industry has claimed an ever-growing share of the nation’s income over the past generation, making the people who run the industry incredibly rich. ... The vast riches achieved by those who managed other people’s money have had a corrupting effect on our society as a whole.

... But surely those financial superstars must have been earning their millions, right? No, not necessarily. The pay system on Wall Street lavishly rewards the appearance of profit, even if that appearance later turns out to have been an illusion.

...At the crudest level, Wall Street’s ill-gotten gains corrupted and continue to corrupt politics, in a nicely bipartisan way”, Krugman (2008).

“We had become accustomed to the hypocrisy. The banks reject any suggestion they should face regulation, rebuff any move towards anti-trust measures — yet when trouble strikes, all of a sudden they demand state intervention: they must be bailed out; they are too big, too important to be allowed to fail.

America’s financial system failed in its two crucial responsibilities: managing risk and allocating capital. The industry as a whole has not been doing what it should be doing ... and it must now face change in its regulatory structures. Regrettably, many of the worst elements of the US financial system ... were exported to the rest of the world”, Stiglitz (2008).

Man kan diskutere om Fed har brugt sin magt fornuftigt i forhold til ”Lender of Last Resort”, da Fed har måttet hjælpe virksomheder siden de blev skabt i 1913, ex. Rolls Royce (1971), Chrysler (1979), Citigroup (2008) osv. Fed har godt nok hjulpet til, at der ikke har været en finansiell krise siden 1930’erne, men har det været på den rigtige måde og er der gjort noget for fremadrettet at undgå lignende situationer. Noget kunne tyde på,

at der ikke er blevet gjort nok i det f.eks. bilindustrien lider igen og er på konkursen rand.

Hvis vi diskuterer videre, mener business-cycle-skolen, at bankkriser skyldes i hovedsagen faktorer, der kommer udefra, dvs. skiftende økonomiske konjunkturer, når en højkonjunktur slår om og en nedtur sætter ind, kan virksomheder og låntagere få svært ved at overholde de låne- og afdragsbetingelser, de har indgået i økonomiske opgangstider. Da boblen sprang skete der et hurtigt skift fra højkonjunktur til lavkonjunktur i form at likviditet blev holdt tilbage fra bankernes side. Kindleberger (1978) diskuterer ligeledes, at pludselige chok og ændringer i konjunkturen kan fremprovokere til finansielle kriser. Den samme holdning har Minsky (1986), som desuden fremhæver, at der under konjunkturopsving er tale om en optimistisk vurdering af fremtidige muligheder. Der vil særligt i de sidste faser af konjunkturopsvinget være tale om øget gældsætning i forhold til indkomst. Bankerne og forbrugeren som det ses i (bilag 5 og 8) optog mere og mere gæld i konjunkturopsvinget selvom fundametals ikke ændrede sig. Et fænomen der har været med til at skubbe subprime krisen endnu dybere.

Den monetaristiske skole har en anden forklaring: Den ser bankkriser mere snævert som resultat af en fejlagtig økonomisk og moneter politik. Der sker en stærk stigning i forholdet mellem kontanterne og indlånet i bankerne - altså et udtryk for manglende tillid til bankerne. Det kan resultere i et run på bankerne. Altså i en krise, hvor bankerne har brug for hjælp udefra til at klare dette run.

Økonomerne er med andre ord lidt uenige om, hvordan Fed skal udnytte deres rolle som "Lender of Last Resort". Men i subprime krisen har det vist sig, at bail outs har været nødvendig for USA ikke falder ned i et stort sort hul. Der skal skabes løsninger på længere sigt, som Shiller (2008) snakker om, for at stabilisere og øge incitamentet mod at banker og andre finansielle institutter udøver normal forretninger og ikke søger over i mere spekulative løsninger, for at blive større. Man kan med andre ord dele mulige problemer ved et finansielt instituts konkurs og ved Feds offentlige indgreb.

	Krise i enkelte pengeinstitutter	Yderligere ved systemkrise
Problemer ved en konkurs	- Tab for større indskydere - Lukning af kreditter/negativ effekt på lokal økonomi - Store afviklingsomkostninger	- Udenlandsk reaktion: formindskelse af valutareserve, mulighed for valutahandel formindskes - Betalingssystemet disintegrerer
Problemer ved offentlige indgreb	- Omkostninger for det offentlige: overførsel fra skatteydere til kreditorer - Incitamentsstrukturen forvrides; markedsdisciplinen over for risikotagning formindskes	- Meget store omkostninger for det offentlige - Betydelig offentlig ejerrolle i sektoren

6.5 Delkonklusion

Meget tyder på, at den amerikanske regering under forhenværende præsident Bush har ført en fejltagtig økonomisk politik, hvor man har overladt for meget til de frie markeds kræfter. Dette har muligvis været med til at skabe subprime krisen, da den nyliberale strategi, med skattelettelser til de rigeste i samfundet, samt en lav rente fra den amerikanske centralbanks side har været med til at presse boligpriserne i vejret. Samtidig er vi begyndt at bevæge fra nyliberal tankegang tilbage til Keynes teorier. En kapitalistisk markeds mekanisme, hvor statslig regulering er nødvendigt for at regulere efterspørgslen. Selvom det ikke lyder sådan fra ledere i regeringen og Fed, er det lige præcis denne rolle regeringen og Fed udøver, når de gang på gang udøver bail outs, eller hjælper nødlidende virksomheder med likviditet og overlevelsplaner. Økonomerne er uenige omkring Feds rolle som "Lender of Last Resort", men én ting er sikkert, hvis Fed ikke gør noget, falder stormagten USA ned i stort sort hul, hvor det vil tage mange år at komme op af. Der er brug for en langsigtet handlingsplan, der i fremtiden kan sikre bedre vilkår til forbrugeren og bedre risikostyring i bankerne.

Kapitel 7

Skyldsspørgsmålet

7.1 Ansvaret for Subprime krisen?

”What was the chain of events in the subprime crises?” Over aggressive udlån, dårlig overvågning, og magelige låntagere der var villige til at blive ved at ”fodre” boligboomet. Debatten omkring subprime krisen og hvem, der bærer ansvaret for krisen i USA, vil nogle år frem stadig være teorier og gisninger. *”There is ample blame to be shared; but the purpose of parsing out blame is to figure out how to make a recurrence less likely...”*, Stiglitz (2008). Mange økonomer synes overrasket over dybden og alvoren af den nuværende finansielle uro⁵⁶.

Mange anklager rettes mod manden der i 18 år ledede USA’s centralbank (Fed), Alan Greenspan. I dag har den tidligere centralbank direktør så stor respekt, at udtalelser fra hans side kan rykke aktie-, obligations- valutamarkeder⁵⁷. Kritikken er ikke ny fra flere økonomers side. En række økonomer såsom Stiglitz (2008), men også IMF har længe været kritiske overfor USA's pengepolitik, som den tidligere Fed direktør ledte i årene efter IT-boblen og 9-11. En pengepolitik, hvor diskontoen blev holdt lav et godt stykke tid af frygt for krisens omfang. Den amerikanske centralbank fyldte markedet med ”billig” likviditet, som var med til at skubbe til boligboblen. Da boblen sprang, gik det hele stærkt pga. alt for gearede forretning foretaget på grundlag af overvurderede aktiver. Det amerikanske finanstilsyn (SEC) bære deres del af skylden, ved ikke, at have været gode nok til at undersøge det finansielle system og været opmærksomme på fare signaler, som kæmpe gælds påtagelse (gearing) uden om systemet gennem securitization modellen.

”The essence of a financial crisis is a scramble for high powered money, triggered by the public’s fear that they will be unable to easily convert their monetary claims on the banking system into cash”, Bordo (1990)

⁵⁶ <http://bubblemeter.blogspot.com/2008/09/stiglitz-who-is-to-blame-for-financial.html>

⁵⁷ <http://www.business.dk/article/20071218/okonomi/712180029/>

Et godt ex. er sagen mod Bernard Madoffs og hans kæmpe svindelnummer, hvor nye investeringer i et pyramide lignede system blev brugt til at betale udbytte til eksisterende investorer. SEC reagerede ikke, selvom der i flere år, var blevet advaret om Madoff, men SEC gjorder intet og beskyldes i dag for at være arrogante og bange for Wall Streets mest magtfulde investorer. Et problem der måske også var gældende for de store banker og daværende investeringsbanker såsom Bear Stern, Morgan Stanley osv. Fakta er i hvert fald, at tilsynet ikke undersøgte det mindste på trods af, at flere økonomer advarede omkring en mulig krise. Den nye amerikanske præsident Barack Obama har givet udtryk for, at der skal investeres flere penge i SEC, så der i fremtiden er flere midler til grundige undersøgelser. Et godt tiltag, der vil kunne styrke fundamentet for et stærkere amerikansk finanstilsyn.

Krisen efter IT-boblen og 9-11 fik ikke de frygtede skader, men alligevel blev renten bibeholdt lav, hvilket skubbede yderligere til boligmarkedet i form af "billig" kredit, som blev skudt ud til subprime lånerne. Anklagerne er derfor rettet direkte mod Feds opgave, som myndigheden, der har det overordnede ansvar for USA's finanssystem. I en artikel for nogle år siden i New York Times, trådte flere ledende embedsmænd og forbrugerorganisationer frem og fremhævede, at de i flere år advarede Fed om, at de nye subprime lån kunne skabe problemer. Den californiske boligorganisation Greenlining Institute⁵⁸ mødtes sågar med Alan Greenspan i 2004 og forsøgte at snakke ham til at indføre etiske retningslinjer til fordel for forbrugeren⁵⁹. *"Han gav os aldrig en god grund, men han ville ikke gøre det. Han var bare ikke interesseret"*, husker en talsmand fra organisationen, Robert Gnaizda, ifølge New York Times⁶⁰. Andre institutter og organisationer rettede ligeledes deres bekymring mod subprime lånene, men blev ikke hørt af Fed. Faktum er, at den lave rente i USA de seneste år, har givet anledning til "billig" kredit, hvor den ene boble har afløst den anden. Kriserne har dog samtidig drevet den økonomiske vækst fremad⁶¹, som netop er paradokset fra Feds side, fordi deres ordnede mål er at bibeholde vækst, men også stabile finansielle markeder. Privates gæld har været steget til over hundrede pct. af den personlige indkomst (bilag 8), hvor det samme billede tegner sig for finanssektorens virksomheder, samt statens

⁵⁸ <http://www.greenlining.org/>

⁵⁹ [http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Kvartalsoversigt_2006_4_kvartal/\\$file/kap07.htm](http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Kvartalsoversigt_2006_4_kvartal/$file/kap07.htm)

⁶⁰ <http://www.business.dk/article/20071218/okonomi/712180029/>

⁶¹ <http://www.monthlyreview.org/080401foster.php>

gæld. Den voldsomme gældseksposering for både forbruger, virksomhed og regeringsniveau, set i lyset af den reelle økonomi, kan siges at have drevet væksten, men samtidig også medført økonomisk ustabilitet. Gæld har altså været vigtigt for at stimulere væksten, idet folk og virksomheder kan have haft brug for at låne til yderligere investeringer, som ellers ikke ville være foretaget, og derved er den ligeså vigtig for den fortsatte vækst i den finansielle sektor. Som sagt er gældsandelen steget markant i 1980'erne og frem til i dag. Gæld er blevet en vigtig faktor for at holde økonomien kørende. Siden 1980'erne er det især finanssektorens gældsandele, der er steget markant. Finanssektorens gæld er steget til næsten 90 pct. af USA's GDP. Dette er sammenfaldende med finanssektorens løsrivelse fra den reelle økonomi og skabelsen af nye finansielle produkter. I skabelsen af nye finansielle produkter har securization modellen vist sit medansvar, som diskuteret tidligere i kapital 3. De finansielle institutter udnyttede securitization modellen til at geare de finansielle institutter mange gange. I 2004 gennemførte man yderligere en lempelse, hvorefter SEC lod investeringsbankerne geare deres balance ud over de 12 gange, som var det normale. Da Lehman Brothers Investment Bank gik konkurs i september måned var gearingen 32 gange, svarende til en solvens på ca. 3 %. Et klart ex. på, at der ikke er styr på tingene hos finanstilsynet. Desuden bærer rating bureauerne deres ansvar, som tidligere nævnt. Rating bureauerne blåstemplede de nye strukturerede produkter ved at give høje ratinger. Problemet var bare, at rating bureauerne modtog betaling fra SIV der solgte de strukturerede værdipapir videre i systemet og nu hvor korthuset er væltet, viser det sig, at produkterne er intet værd.

Som sagt har Federal Reserve ikke været alene om at overse advarsler fra økonomerne. OCC gik direkte ind og spændte ben, da to delstater; Georgia og North Carolina, vedtog strammere betingelser for realkreditlån. Delstatsreglerne kunne ikke gælde for landsdækkende bankers afdelinger i de to stater, bestemte banktilsynet⁶². Det er vigtigt som diskuteret tidligere, at USA's love og regler gælder for hele landet, så der ikke hersker forskellige betingelser fra stat til stat, der har det finansielle system vist sig at være smartere end Fed ved at udnytte alle huller i lovgivningen. Det bringer os videre til banker, investeringsbanker, realkreditinstitutter og forsikringsselskaber, hvor der

⁶² <http://www.business.dk/article/20071218/okonomi/712180029/>

befinder sig en klar principal agent problem fra ledelsen side. I USA gælder det om at blive store, sådan har den amerikanske tankegang altid været. Ledelserne i de store finansielle virksomheder har samme tankegang, at der skal tjenes masser af penge og virksomheden skal vokse i form af øget vækst. På trods af Feds slappe holdning, kan man heller ikke komme udenom de finansielle institutioner skyld. Den finansielle sektor, og endnu mere lederne af f.eks. Bear Stern, Morgan Stanley, Citigroup osv. har som sagt haft incitammenter, der ikke var godt afstemt med de behov, som USA's økonomi og samfund havde brug for. Direktører og bestyrelser blev rigeligt belønnet for, hvor godt virksomheden klarede sig økonomisk. Man kan andre ord sige, at direktørerne gjorde, hvad deres incitament struktur blev designet til at gøre: at fokusere på kortsigtede fortjenester og fremme overdreven risikovillighed. Dette har givet klare principal agent problemet, hvor ledelsen fungerer som agenter for principalen (ejerne). Opdelingen mellem ejerskab og ledelse gav allerede tidligt anledning til skepsis blandt teoretikere. Således påpegede Mizruchi (2004) på de uheldige incitamentseffekter, som en adskilt ejer- og kontrolfunktion giver. Separationen mellem ejerskab og ledelse er som sagt ikke uproblematisk, da der eksisterer en naturlig forskel mellem ledelsens og aktionærernes målsætninger. I princippet vil konkurrence på produkt- og faktormarkederne løse problemet, da ledelserne tvinges til at minimere omkostningerne og implementere optimale organisatoriske strukturer. I praksis eksisterer imidlertid en række markedsimperfektioner, hvorfor ledelsen har adskillige frihedsgrader.

- Det ses ofte, at virksomhedsledere tillægger virksomhedens vækst den højeste prioritet. Årsagen kan være, at ledelsens aflønning i for høj grad afhænger af volumen frem for indtjening. Samtidig er der en afledt effekt i form af bedre mulighed for at konsolidere egen position ved at opbygge et større lag af mellemledere ("empire building"), Møller & Nielsen (2005).
- Empiriske studier har vist og forklaret, hvorfor virksomhederne og deres ledere engagerer sig i prestigeprojekter. Ofte ender projekterne som dårlige investeringer, der svækker indtjeningsevnen⁶³.

⁶³ [http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Kvartalsoversigten_4_kvartal_1999/\\$file/nb05.htm](http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Kvartalsoversigten_4_kvartal_1999/$file/nb05.htm)

Disse enkelte ex. på markedsimperfektioner har fået direktørerne i de store finansielle virksomheder til at skele til egne interesse for f.eks. at opnår bonus. Principal agent problemet har forårsaget, at der har været en villighed til at blive større og samtidig tjene masser af penge, det har fået de amerikanske banker til at geare samt finde nye kreative og innovative måder for at tjene penge. Direktørerne har måske tænkt mere på deres ekstra bonuscheck, hvis det gik virksomheden godt. Shiller (2008) påpeger ligeledes, at der har været noget fundamentalt galt i de store finansielle institutter, som kun har tænkt på, at det kunne gå en vej. Man kan sige, at det er det helt rigtige regeringen gør nu, ved at sætte sig igennem og ikke acceptere at virksomheder der har modtaget hjælp, opnår bonusser. Den store forsikringsgigant AIG, udbetalte markante bonusser til direktørerne efter at have modtaget hjælp fra regeringens side, det holder bare ikke. Det fortæller også bare, at der noget galt med aflønningsformen og moralen i den finansielle sektor i USA. Det har fået sine konsekvenser i form af, at de ansvarlige fra de store finansielle institutter er blevet fyret.

“It is no surprise that the heads of some of the biggest investment banks and broker-dealers have now been fired; the person at the helm is frequently let go, if only to symbolize hopes for a new beginning”, Shiller (2008)

Endvidere når man kigger nærmere på Feds ansvar, kan man diskutere om Fed har fejlet som regulator og i tilrettelæggelsen af pengepolitikken.

“First, key regulators like Alan Greenspan didn't really believe in regulation; when the excesses of the financial system were noted, they called for self-regulation — an oxymoron.

Second, the macro-economy was in bad shape with the collapse of the tech bubble. The tax cut of 2001 was not designed to stimulate the economy but to give a largesse to the wealthy — the group that had been doing so well over the last quarter-century”, Stiglitz (2008).

Feds store problem var at de finansielle markeder og virksomheder selvregulerede. Fed og hele USA kunne ikke nå til enighed om nye love og retningslinier før i 1999, derfor blev marked overladt til at tænke frit og kreativt. Dette skete i høj grad pga. Alan

Greenspan var og stadig er fortalere for frie markedskræfter. Men når et marked bliver overladt til at tænke frit, giver det kæmpe problemer, da incitamentet fra de finansielle virksomheder får dem til at tænke på deres egen fortjeneste og ikke på, hvilket virkninger det kan have overfor de private for ikke at sige hele USA's økonomi.

“What creates a crisis of the kind that now engulfs us is not economics but politics. The triumph of the global “free” market, which has dominated the world over the last three decades, has been a political triumph.

It has reflected the dominance of those who believe that governments (for which read the views and interests of ordinary people) should be kept away from the levers of power, and that the tiny minority who control and benefit most from the economic process are the only people competent to direct it.

This band of greedy oligarchs have used their economic power to persuade themselves and most others that we will all be better off if they are in no way restrained—and if they cannot persuade, they have used that same economic power to override any opposition. The economic arguments in favor of free markets are no more than a fig leaf for this self-serving doctrine of self-aggrandizement”, Bryan Gould (2008).

Det finansielle system regulerede i mod, at alt skulle handle om at blive større og større gennem gældsoptagelse. Der er brug for retningslinier og love, som skal skabe stabilitet og sikkerhed overfor forbrugeren. Love og retningslinier de finansielle virksomheder skal kunne arbejde frit under, for uden den nuværende krise, har det vist sig, at hvis man giver den finansielle sektor et lille smuthul, bliver det udnyttet med fatale følger. Selvreguleringen blev i høj grad accepterede fra Feds side pga. den finansielle sektor i højere grad var med til at løfte USA's GDP (bilag 9), hvilket fik USA til at fremstå som en økonomi der var på sporet, hvor USA i virkeligheden var én gearret nation der bare ventede på at springe. Desuden må regeringen også tage deres del af ansvaret pga. den makroøkonomiske tankegang i form af skattelettelse. Idéen for en stimulation af økonomien er god nok, men det hjælper ikke noget, når det rammer de rigeste. De rigeste vil ikke lave om på deres forbrugsmønster, men det vil derimod de fattigste, hvis de får penge i hånden, så en skattenedsættelse skulle være rettet mod de fattigste. Derfor må Bush' tage sit ansvar i form af forkerte skatteløsninger, der har ramt den forkerte

målgruppe, som startede helt tilbage i 2001, hvor skatten blev sænket for de rigeste fra 39,6 pct. til 35 pct. En sag præsident Obama har intentioner om at rette op på.

Shiller (2008) er fortalende for, at bruge energien på noget andet end at finde skyldige. *"Accounts of the crises often seem instead to place the ultimate blame entirely on such factors as growing dishonesty among mortgage lenders; increasing greed among securitizers; hedge funds, and rating agencies; or the mistakes of former Federal Reserve chairman Alan Greenspan"* Shiller (2008). *"The danger is that the emphasis on placing blame may cause us to lose sight of the real solution"*, Shiller (2008). Tværtimod er der noget fundamental galt med den måde hvorpå USA har opbygget sit tilsyn med finansmarkederne. *"It is time to recognize what has been happening and to take fundamental steps..."*, Schiller (2008).

7.2 Delkonklusion

Det er nemt at finde syndere og institutter, der har haft deres del af ansvaret for subprime krisen. Skyldsspørgsmålet, er ikke så meget om at finde syndere, det er i stedet på tide, at USA som nation får rettet op på de fejl, der er lavet gennem årene. Her spiller Fed en vigtig rolle, da Fed i fremtiden skal være yderst påpasselige med at stimulere økonomien i form af "billig" kredit. I den nuværende krise er kredit nødvendigt, da interbank markedet er brudt helt sammen. Desuden skal der gøres noget ved Finanstilsynet, som skal forbedres og udbygges. Principal agent problemet skal løses hos store finansielle institutter. Direktørernes store bonus ordninger, skal i fremtiden være mindre og bygges ud fra risiko og den traditionelle bank drift. Fremtiden må ikke være betonet af, at der igen kan opstå situationer, hvor ledelser påtager sig ekstra risiko i form af gæld for at forøge virksomhedens vækst og den vej udløse større bonusser. Samtidig må det ikke ske, at vigtige institutter som rating bureauerne modtager penge for at bedømme produkter. Men vigtigst af alt, skal USA lære at arbejde på tværs af grænserne, så der kan udformes love, der på længere sigt kan stabilisere den finansielle sektor og skabe etiske retningslinier overfor forbrugeren, så han/hun i fremtiden bliver bedre stillet.

Kapitel 8

Diskussion

8.1 Fremtidens finansielle system?

En ting vi alle har lært i den nuværende krise, er, at det er svært at spå om krisens dybde og konsekvenser. Konklusioner vi drager af subprime krisen, vil danne fremtidig finansiell regulering og markedsadfærd. Det er derfor afgørende, at politikere og medieverden sætter sig ordentlig ind i krisens dynamik og fundamentale årsager. En overfladisk debat vil føre til forskydende og måske endda forkerte konklusioner. Paradoksalt nok, har vi ikke lært af tidligere fejl. Det er derfor betydningsfuldt, at den amerikanske regering og Fed lære af den nuværende krise, samt forstår boligmarkeds konsekvenser for det finansielle system, og hvor vigtigt det hele tiden er at have fokus på risikostyring. Obama er kommet med nyt håb, som økonomerne støtter op omkring, ikke at sige at hans hjælpepakke vil redde den amerikanske økonomi, men det hjælper ikke, at blive ved at tro at vendingen er lige om hjørnet, som Bush havde tendens til. Vi er nødt til at se i øjnene, at vi kan komme til at bruge mange flere skattekroner i de kommende år. Det er derfor betydningsfuldt, at den amerikanske befolkning støtter op omkring disse tiltag, selvom det kan være svært at forstå, at den amerikanske regering og Fed er nødt til at redde finansielle institutter fra konkurs, men dette er nødvendigt på den korte bane, for at undgå dybere krise, som vil skade den amerikanske befolkning endnu mere. Bail outs skal gøres på en måde, hvor på der skabes tryghed, men ikke en tryghed af, at regeringen og Fed redder alt for en hver pris. Fremtiden skal altså byde på initiativer så samme lempelige kreditgivning og ubetænksomhed ikke sker igen, som til starten på subprime krisen.

"We must get these solutions right, and get them right the first time", Shiller (2008). Det er med andre ord vigtigt, at vi handler nu, så det ikke koster os langsigtet økonomisk vækst og lægger kimen til fremtidige kriser. I nuværende krise begynder der at forme sig en enighed om, at vi skal tilbage til gammeldags bankdrift, som Stiglitz (2008) siger; *"We are all Keynesians now. Even the right in the United States has joined the Keynesian camp with unbridled enthusiasm and on a scale that at one time would have been truly unimaginable"*. En tankegang med mere statslig styring og at det er bedst, at banker balancerer udlån og indlån, samt at alle moderne finansielle

instrumenter er farlige, og at løsningen er at søge tilbage mod et klassisk bankdrevet kapitalmarkedssystem⁶⁴.

Det finansielle stormvejr vi har oplevet, efter at Lehman Brothers måtte begære chapter 11, er uden sammenligning siden 1930'erne. Mistilliden til finansielle institutioners balancer er total i markedet. Ingen låner ud, hverken banker, pensionskasser eller andre finansielle institutioner. Det minder om et klassisk bank-run i en ny forklædning⁶⁵. Resultatet er så slemt, at der er negativ likviditetsspiral i hele USA for ikke at sige hele verden. De såkaldte vindere er banker, der har indlånsoverskud og dermed kommer klassiske banker til at se sikrere ud, efter at stormen har lagt sig. I øjeblikket har stormen lagt sig for almindelige indlån, der ikke ser panikreaktioner pga. offentlige garantier. Man kan altså med andre ord sige, at banker med indlånsoverskud kommer til at se sikrere ud efter krisen, skyldes det derfor primært offentlige garantier. Og når krisen primært går ud over finansielle virksomheder, der er afhængige af interbank låntagning, skyldes det en asymmetrisk offentlig garanti, der begunstiger almindelige indlån, og dermed gør det usikrede pengemarked relativt farligere som funding kilde⁶⁶. Det er derfor heller ikke problematisk, at det offentlige garanterer interbank markedet i en periode. Tværtimod, sikrer det blot lidt mere balance i garantierne og mellem forskellige finansielle forretningsmodeller.

Efter en periode med for meget gearing i kreditmarkedet får vi nu en periode med for lidt gearing i markedet. Det bliver dyrere at låne i en periode, som er en helt naturlig markedsreaktion. Den er helt i tråd med udviklingen omkring de store nedskrivninger, som har fået bankerne til at holde på likviditeten. En negativ spiral der primært rammer erhvervslivet.

Fremtiden i USA skal bestå af samarbejde omkring de fremadrettede mål, om at skabe større sikkerhed om risikostyring, bedre finansiell opførelse og forøge husejernes formue. Men også styrke den sociale "fabrik", og istandsætte forholdene for bedre økonomisk stabilitet og vækst. Der ingen grund til, at USA reguleringsmæssigt hopper med på vognen og går helt i bakgear. Innovation og udvikling er lige så vigtig i den finansielle sektor som i alle andre sektorer. Hvis den amerikanske tankegang

⁶⁴ <http://carstenvaalgren.blogs.business.dk/2008/10/14/hvad-kommer-vi-til-at-l%C3%A6re-af-det-her/>

⁶⁵ <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2009/mar/27/global-recession-reform>

⁶⁶ <http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/11/22/depression-analogies/>

reguleringsmæssigt tvinger markedet tilbage til en klassisk bankmodel, der baserer sig på implicitte eller eksplicitte offentlige garantier, kan det godt være, at der opstår mere stabile finansielle markeder. Men det finansielle system bliver også dyrere og dårligere på sigt.

“The process of economic development is not over – we are learning from the current crisis, and the changes we make now can lead to a permanently better world”, Shiller (2008).

Konklusion

Baggrunden for subprime krisen er mange og flertydige. Siden 1970'erne, hvor finanssektoren i USA gennemgik anseelige forandringer samt en stigende hældning mod en liberalisering af det finansielle systemet, begyndte bankerne igen at udøve ikke-bank aktiviteter. Konsekvensen af ændringerne i de institutionelle forhold blev at bankerne begyndte at investere i strukturerede obligationer opbakket af boliglån. Denne udvikling skal ses som en virkning af dereguleringen, hvor bankerne måtte foretage en tvangsmæssig tilpasning til de ændrede forhold. Den lave rente og en forventning om en stor fremtidigt afkast fik bankerne til at oprette Structured Investment Vehicles med det formål at undgå solvenskravene og øge deres investeringsaktiviteter. Den stigende gældsoptagelse og dermed øgede udlån fik hurtigt bankernes indtjening til at stige. Bankerne ledte konstant efter nye indtjeningsmuligheder, hvilket fik bankerne til at kaste sig over de mindre gode betalere. Nye lånetyper blev kreeret, så subprime låneren kunne betale sine afdrag og være med på den amerikanske boligboble. På den måde må de politiske tiltag og de amerikanske banker i samspil siges at have skabt et fundament for subprime krisen. Årsagen til den uhensigtsmæssige handling fra bankerne skal findes i den øgede financialization af markederne, hvor finansøkonomien i stigende grad er blevet afkoblet fra realøkonomien. Konsekvensen af financialization processen er, at det skaber plads for spekulation og irrational exuberance, der ofte skaber panik i de finansielle markeder, hvilket resulterer i en ustabil økonomisk udvikling med finansielle bobler, som tilfældet er med subprime krisen.

Endvidere har udviklingen af det finansielle system gennem årene forandret sig imod det mere liberale. Denne tankegang skal ses i lyset af, at forhenværende Fed direktør Alan Greenspan og den amerikanske regering under George W. Bush har dereguleret ud fra en nyliberal strategi. De frie rammer gav bankerne mulighed for, at selvregulere til egen fordel. Det er lidt ironisk at tænke på, at et finansielt instrument som securization, der skulle hjælpe med at reducere risikoen i den finansielle sektor i stedet spredte risiko i hele det finansielle system gennem CDO'er og CMO'er. Meget tyder altså på, at denne strategi har været en medvirkende sammenhæng med udviklingen i de finansielle institutter og krisen, hvor den lave rente fra den amerikanske centralbanks side samt regeringens skattelettelser til de rigeste i samfundet har været hovedårsagerne. Desuden

skal der gøres noget ved Finanstilsynet, som skal forbedres og udbygges. Samtidig må det ikke ske, at vigtige institutter som rating bureauerne modtager penge for at bedømme produkter. Men vigtigst af alt, skal USA lære at arbejde på tværs af grænserne, så der kan udformes love, der på længere sigt kan stabilisere det finansielle system.

Feds makroøkonomiske mål er prisstabilitet med henblik på økonomisk vækst, dette overordnede mål kan være en medvirkende årsag til at Fed, men ligeledes regeringen, ikke reagerede på den massive gældsoptagelse i forbindelse med boligboomet. Følge skader, der ellers er velkendt fra regeringens og Feds side i forbindelse med krisen i 1930'erne. Gælden har med andre ord fået lov at vokse, fordi gælden medvirkede til en stigende GDP og fik USA's økonomi til at fremstå som stærk. Meget tyder altså på, at den amerikanske regering under George W. Bush har ført en fejlagtig økonomisk politik, hvor man har overladt for meget til de frie markeds kræfter. Frie indramninger som de finansielle institutter har haft svært ved at risikostyre, da det har vist sig, at regeringen og Fed har måttet komme nødlidende virksomheder til hjælp, gang på gang. Med det gentagende "sikkerhedsnet" kan man stille sig selv det spørgsmål, om de frie markeds kræfter har virket, og hvis regeringen og Fed alligevel blander sig, hvorfor så ikke bibeholde styringen. Politik er nøgleordet. USA er fortalende for frie markeds kræfter og demokrati, og forsøger gennem deres store indflydelse rundt om i verden, at hjælpe andre lande til et demokratisk styre, men når et system svigter igen og igen, er der brug for opstramning og overvågning. Systemet skal ikke udnyttes og bære risikoen fra de finansielle institutter. Risikoen skal ligge ude i de finansielle virksomheder, som skal føle de har et ansvar overfor forbrugerne, ikke kun i form af vækst. Feds rolle som "Lender of Last Resort" har altså vist sig at give et forkert incitament i de finansielle institutter. Det er bankernes primære mål at skabe profit, men det sekundære mål som etiske regler skal have større betydning i fremtiden. Her er det vigtigt, at regering og Fed lære af deres fejl og skaber et bedre fundament for låneren, rig som fattig, samt bedre risikostyring i de finansielle institutter. Man kan altså roligt konkludere, at den manglende handling og den makroøkonomiske styre fra regeringens og Feds side, har sin del af ansvaret, for den krise vi befinder os.

Perspektivering

Med den amerikanske kapitalismes spejlbillede i en økonomisk krise af en sværhedsgrad, der i stigende grad får en til at tænke på den store Depression i 1930'erne, bør det ikke komme som nogen overraskelse, at der er udbredt opfordrer til "en ny New Deal"⁶⁷. Den nye Obama administration, peger allerede på et stort økonomisk incitament program på op til 850 milliarder dollars over de næste to år, som tager sigte på at løfte nationen ud af recession.

New Deal var et økonomisk og socialt reformprogram iværksat af Franklin D. Roosevelt i 1933 for at bringe USA ud af depression, som var en økonomisk krise, der blev udløst af børskrakket i 1929. Programmet omfattede bl.a. støtte til landbruget og igangsættelse af offentlige arbejder til bekæmpelse af arbejdsløsheden. Folk mistede tilliden til pengemarkedet i 1930'erne efter Wall Street krakket, hvilket betød at flere banker blev illikvide og gik konkurs. Dette betød endvidere, at mange virksomheder måtte lukke, hvilke medførte massefyringer og dermed mangel på købekraft i befolkningen. Dette blev en ond spiral, hvor bankerne begyndte at trække deres lån hjem fra udlandet, hvilket betød at krisen tog fart i Europa. Et billede der reflekterer sig til den nuværende krise.

USA gik på få år i 1930'erne fra en optimistisk højkonjunktur til en dyb lavkonjunktur, hvor GDP flere år i træk oplevede massiv negativ vækst. I 1930 faldt GDP 9,4 pct. og i 1932 oplevede man et rekordhøjt fald på 13,4 pct. I perioden førte Fed en særdeles ekspansiv pengepolitik, og forsøgte derved at stimulere økonomien gennem forøgelse af pengemængden. Regeringen forsøgte før New Deal at stimulere økonomien gennem forskellige stimulanspakker, der ikke rigtig var gennemtænkt og derved ikke virkede. Desuden var der et enormt boom i aktiemarked før det krakkede i 1929. Aktivpriser der blev holdt oppe af bankerne med lånte penge. Stigningerne vi ligeledes oplevede i aktiemarkedet før de store nedskrivninger kom frem i lyset i 2007 og siden da har aktiemarked ført slingrende kurs nedad. Med hensyn til boligmarkedet var det blevet regulerede kraftigt efter 1. verdenskrig, og derfor var det kun et mindre boom man oplevede i USA frem mod 1930'erne, hvilket kan ses i (bilag 27). Problemerne i boligmarked og for låntageren i 1930'erne var, at låntageren kun kunne låne i meget

⁶⁷ <http://monthlyreview.org/090201foster-mcchesney.php>

korte perioder, hvilket gjorde det yderst besværligt med høje afdrag. *"At that time most people borrowed with short-term mortgage of five years or less, which they expected to roll over shortly before they came due. As the crises took hold, borrowers' increasingly found that they were unable to refinance their mortgage, and so they stood to lose their house"*, Shiller (2008). I 1933 skiftede man Home Owners' Loan Corporation, som gjorde at lånene gik fra betalingstidspunkt på fire år til femten år eller mere, så folk fik bedre mulighed for at tilbagebetale deres lån på boligen. Regeringen blev altså senere opmærksom på, at hvis krisen skulle bekæmpes var der brug for institutter og reformer til at afhjælpe situation. En anden hovedårsag til krisen i 1930'erne, var som sagt det overophede aktiemarked. Et aktiemarked der blev holdt oppe af forkerte grunde, som man lidt kan sammenligne med boligmarkedet anno 2000 frem mod det kollapsede. Et boligmarked der blev skubbet yderligere op, som følge af den lempelige kreditgivning. En kreditgivning der var mulig, som følge af mange penge i omløb og lave renter. Yderligere hvis vi kigger på situation i 1930'erne, diskutere Fisher (1933), hvordan den alvorlige økonomiske nedtur og kursfaldet på Wall Street i 1929 var et resultat af, at de finansielle markeder ikke fungerede godt nok. Der blev set en tæt sammenhæng mellem høj låntagning, prisbobler og skift i de økonomiske konjunkturer. Fisher (1933) mener på mange måder, at processen blev forstærket af de voksende aktivpriser, der yderligere forstærkede optimismen og gav anledning til inflation og optagelse af mere gæld. Et fænomen vi ligeledes kender fra subprime krisen, hvor en stigende låntagning, boligboblen og herefter et hurtigt skift i konjunkturen, har givet chokeffekt i økonomien. En begrundelse der bliver bakket op af Keynes (1935), som tilsiger at ved slutningen af et konjunkturopsving, opstår en stor overoptimisme (overkøbt marked). En optimistisk stemning der afløses af et kraftigt stemningsskift, hvor pessimismen bliver dominerende.

Faktum er, at Kongressen i 1930'erne konkluderede, at det først og fremmest var bankernes misbrug af værdipapirforretninger, der var årsag til problemerne og dermed de mange banklukninger. Bankerne havde investeret egne midler i værdipapirer med deraf følgende risiko for indskyderne, bankerne havde ydet usunde lån med det formål at styrke prisen på værdipapirer, som de finansielle virksomheder havde en interesse i, og samtidig havde bankerne forsøgt at sælge værdipapirer til kunder som følge af deres

egne beholdningsmæssige interesser i transaktionerne. En handling der får en til at tænke på topcheferne i de store banker samt investeringsbanker i subprime krisen, som havde et principal-agent-problem i forhold til indtjening og risikostyring, som afled af lønning via aktieoptioner eller bonusser. På samme måde har bankerne i 1930 haft incitament problemer, da bankerne handlede ud fra egen interesse i forhold til at holde aktivpriserne kørende. Samtidig var der forbud mod at udøve bankvirksomhed på tværs af statsgrænser, som gjorde det svært for bankerne at sprede risikoen. Bankerne var således særdeles udsatte i forhold til op- og nedture i de dominerende sektorer i den enkelte stat, hvor de var hjemmehørende.

Hvis vi afspejler subprime krisen i denne fortolkning, stemmer det selvfølgelig ikke helt overens, men man kan drage mange paralleller. Hele situationen op til krisen frembrud vidner om en økonomi, der var i krise efter IT-boblen og 9-11 angrebet. USA befandt sig i recession, og økonomien blev forsøgt stimulerede af regeringen via Bush' skattelettelser, men da effekten udeblev tog Fed over med Alan Greenspan i spidsen med rentenedsættelser. Der blev altså som før krisen i 1930'erne forsøgt stimulation gennem hurtige tiltag, hvis effekt udeblev. Rentenedsættelser fulgte i årene efter, indtil renten ramte lavpunktet på én pct. i 2003. Boligpriserne var dog ikke påvirket af den negative vækst og fortsatte sin vej opad – en retning der blev skubbet yderligere til, som reaktion på den lave rente. Der herskede med andre ord en boble i boligmarked – boomet burde have haft regeringen og Feds bevågenhed, men i stedet blev der kun sat midler ind for at skubbe økonomien i gang. På samme måde herskede der en boble i aktiemarked i slutningen af 1920'erne samt problemer for låntageren på boligmarked. Aktiemarkedet i slutningen af 1920'erne og boligmarkedet op til subprime krisen frembrud, blev holdt kunstigt oppe af gæld og gennem Feds forøgelse af pengemængden samt bankernes jagt på storhedsvanvid. Fed opdagede for sent, at der herskede en boble i aktiemarked, som Fed i subprime krisen heller ikke anerkendte boligboblen og dens konsekvenser.

Da økonomien hurtigt i 2004 kom tilbage på sporet, var det især pga. boligboomet, som gav private større råderum i form af yderligere gældsforøgelse, som reaktion på boligens værdistigning. Fed begyndte herefter at hæve renten, som reaktion på inflationsspøgelset. Bankerne havde i næsten samme tidsrum fået nye muligheder

gennem Gramm-Leach-Bliley loven fra 1999, som erstattede Glass-Steagall loven fra 1933. Loven gav bankerne muligheder for at innovere sig og finde andre indtægt kilder. En tendens der så småt havde været undervejs siden liberaliseringerne af de finansielle markeder siden 1970'erne. Desværre var denne regulering sket som bankerne ønskede, da regeringen ikke kunne få stemt loven igennem pga. hver eneste stat havde forskellige interesser. Det samme foregik op til krisen i 1930'erne, hvor regeringer troede på selvregulering, som havde fået bankerne til at spekulere i aktiemarked. Bankerne begyndte så småt igen op gennem 1970'erne at fokusere på andet end almindelig bankdrift, som ellers var blevet forbudt i 1933. Bankerne havde dog stadig begrænsninger gennem solvenskravene, som skulle holde bankerne fra at løbe for store risici. Begrænsninger der ikke herskede før 1933.

Financialization teorien og herigennem securitization-modellen skulle hjælpe med at skabe større sikkerhed, hvilket viste sig ikke at holde og i stedet kunne bankerne frit optage mere og mere gæld netop pga. securitization, som gjorde dem i stand til at holde solvensen oppe, men også øge driften. Den øgede drift fik bankerne til at kaste sig over subprime lånerne, som bankerne så muligheder i, som følge af det stigende boligmarked og securitization-modellen. Modellen gjorde det som sagt muligt for bankerne, at pakke de mindre gode lån ind i puljer med andre værdipapir gennem SIV, som derefter blev solgt videre til investorer samt andre finansielle institutter. Risikoen blev med andre ord spredt i hele systemet og har forårsaget den krise vi befinder os i. En krise, som i 1930'erne har gjort, at der har været stor tørst efter likviditet og har forårsaget mange banker har måttet lade livet.

I dag lider økonomien som før New Deal af forkerte stimulanspakker, og et finansielt system der har været selvregulerende. Arbejdsløsheden stiger, dog ikke i samme omfang som 1930'erne (bilag 28), samtidig med faldende boligpriser og et interbank markedet der næsten er dødt. På mange måder kan man sige, at USA gentager fejltagelser fra 1930'erne med vidtrækkende stimuluspakker og protektionistiske tiltag. Shiller (2008) diskutere ligeledes, at regering ikke har gjort nok under subprime krisen. Shiller (2008) og Krugman (2008) mener ingen af forslagene indeholder et ægte institutionelle nyskabelse, som vil skabe et bedre miljø til at støtte vores boligmarked samt finansielle marked. Tiltagende er alle blot hurtige rettelser, som ikke har formået at

finde adresse til hele omfanget af problemet. *"The U.S. Congress has been slow to react to the crises"*, Shiller (2008).

New deal under Obama, er på mange måder en ny chance for at arbejde sammen mellem staterne og udforme reformer, der vil præge den finansielle sektor og den vej boligmarked samt aktiemarked til stabilere tider.

"The policy response to that historical crises are an inspiration for the kind of solutions that should be promoted to address the current crises", Shiller (2008)

Litteraturliste

Primær litteratur

Bøger

Bagehot (1873): "*Lombard Street: A Description of the Money Market*". Bagehot, Walter

Epstein (2005): "Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries" Epstein, Gerald A. 2005

Epstein (2005): "*Introduction: Financialization and the World Economy*" Epstein, Gerald A. 2005.

Friedman & Schwartz (1963): "*A Monetary History of the United States, 1867-1960*". Friedman, Milton, Schwartz, Anna.

Greenspan (2007): "*The Age of Turbulence*" Greenspan, Allan 2007.

Holmstrom (1979): "*Moral Hazard and Observability, The Bell Journal of Economics*". Holmstrom, Bengt 1979.

Keynes (1935): "*The General Theory of Employment, Interest and Money*". Keynes, John Maynard. First edition in 1935

Kindleberger (1978): "*Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*". Kindleberger, Charles P. First edition in 1978.

Krugman (2008): "*The Return of Depression - Economics and the crises of 2008*" Krugman, Paul R. 2008.

Minsky (1986) "*Stabilizing an Unstable Economy*". Minsky, Hyman. First edition in 1986, Yale University.

Read (2007): *"Global Financial Meltdown, How we can avoid the next economic crisis"* Read, Colin 2007.

Shiller (2008): *"The Subprime Solution, How Today's Global Financial Crises Happened, and what to Do about it"* Shiller, Robert J. 2008.

Journal of Housing Economics artikler

Been, Vicki; Ellen, Ingrid Gould; Schuetz, Jenny (2008): *"Neighborhood effects of concentrated mortgage foreclosures"*. Journal of Housing Economics. Vol. 17 p. 306-319

Coleman IV, Major; LaCour-Little, Michael; Vandel, Kerry D. (2008): *"Subprime lending and the housing bubble: Tail wags dog?"*. Journal of Housing Economics. Vol.17 p. 272-290

Foot, Christopher L.; Gerardi, Kristopher; Goette, Lorenz; Willen, Paul S. (2008): *"Just the facts: An initial analysis of subprime's role in the housing crisis"*. Journal of Housing Economics. Vol. 17 p. 291-305

Green, Richard K. (2008): *"Imperfect information and the housing finance crisis: A descriptive overview"*. Journal of Housing Economics. Vol. 17 p. 262-271

Green, Richard K.; Sanders, Anthony B.; Wachter, Susan (2008): *"Special issue on subprime mortgage lending"*. Journal of Housing Economics. Vol. 17 p. 253

Sanders, Anthony B. (2008): *"The Subprime crises and its role in the financial crisis"*. Journal of Housing Economics. Vol. 17 p. 254-261

Økonomiske artikler

Bordo, Michael D., Rutgers University and NBER, The Crises of 2007: The same old story, only the players have changed.

Case, Karl E.; Shiller, Robert J. (2004): *"Is There a Bubble in the Housing Market?"*

Yale University 2004

<http://cowles.econ.yale.edu/>

Greenspan (2005): The Federal Reserve Board - *Remarks by Chairman Alan*

Greenspan. The Economist October 12, 2005.

Philippon, Thomas (2007): *"The Evolution of the US Financial Industry from 1860 to 2007: Theory and Evidence"*. New York University, November 2008

Gould, Bryan (2008): *"Who voted for the markets? The economic crisis makes it plain: we surrendered power to wealthy elites and fatally undermined democracy"*. The Guardian, November 26, 2008.

Foster, John Bellamy (2008): *"The Financialization of Capital and the Crisis"*.

Monthly Review Vol. 59 No.11 April 2008.

Krugman, Paul (2008): *"The Madoff Economy"*. New York Times. December 19, 2008

Orhangazi, Özgür (2007) *"Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector"*. Working Paper Series , no. 149. Political Economy Research Institute, October 2007, 3–7, 45.

<http://www.peri.umass.edu/Publication.236+M547c453b405.0.html>.

Stiglitz, Joseph (2008): *"The fruit of hypocrisy; Dishonesty in the finance sector dragged us here, and Washington looks ill-equipped to guide us out"*. The Guardian, September 16, 2008

Federal Reserve Bank of Chicago (Working Paper)

Bassetto, Marco (2008): *"Public Investment and Budget Rules for State vs. Local Governments"*. WP-2008-21

http://www.chicagofed.org/publications/workingpapers/wp2008_21.pdf

Justiniano, Alejandro; Primiceri, Giorgio E.; Tambalotti, Andrea (2008): "*Investment Shocks and Business Cycles*". WP-2008-12

http://www.chicagofed.org/publications/workingpapers/wp2008_12.pdf

Mattoon, Richard; McGranahan, Leslie (2008): "*Revenue Bubbles and Structural Deficits: What's a state to do?*". WP-2008-15

http://www.chicagofed.org/publications/workingpapers/wp2008_15.pdf

Paulson, Anna; Osili, Una Okonkwo (2008): "*Bank Crises and Investor Confidence*". WP-2008-17

http://www.chicagofed.org/publications/workingpapers/wp2008_17.pdf

Internetadresser

Alford, Rob (2003): "*What Are the Origins of Freddie Mac and Fannie Mae?*"

<http://hnn.us/articles/1849.html>

Boligkøb i USA

http://usabolig.blogspot.com/2007_12_01_archive.html

Board of Governors of the Federal Reserve System

Release Date: December 16, 2008

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081216b.htm>

Case, Karl E.; Shiller, Robert J. (1988): "*The Behavior of Home Buyers in Boom and Post-Boom Markets*"

<http://www.wellesley.edu/Economics/case/PDFs/behavior.pdf>

Case & Shiller (2008): "*Graph Exposes Housing Bubble*"

<http://newworldrhinos.blogspot.com/2008/08/case-schiller-graph-exposes-housing.html>

Davis, Evan (2009) "*Banks and How to Break Them*"

<http://www.bbc.co.uk/programmes/b00gtljy>

“Fed is in an almost impossible place”

http://www.usatoday.com/money/economy/2008-01-22-fed-bernanke-lessons_N.htm

Foster, John Bellamy (2002): *“Ecology Against Capitalism”*

<http://monthlyreview.org/books/ecologyvcapitalism.php>

Foster, John Bellamy (2006): *“The Optimism of the Heart: Harry Magdoff (1913-2006)”*

<http://www.monthlyreview.org/mrzine/foster020106.html>

Foster, John Bellamy (2008): *“The Financialization of Capital and the Crisis”*

<http://www.monthlyreview.org/080401foster.php>

Foster, John Bellamy (2009): *“A New New Deal under Obama?”*

<http://monthlyreview.org/090201foster-mcchesney.php>

“Greenspan Yet Again Blames Others for Housing Bubble”

<http://seekingalpha.com/article/125563-greenspan-yet-again-blames-others-for-housing-bubble>

Helbak, Jan (2008): *“Den økonomiske krisebølge - en politisk analyse”*

http://www.solidaritet.dk/2008_05/oekonomiske_kriseboelge.htm

“History of the Income Tax in the United States”

<http://www.infoplease.com/ipa/A0005921.html>

Information Regarding the Gramm-Leach-Bliley Act of 1999

<http://banking.senate.gov/conf/>

Krugman, Paul (2008): *“Depression analogies”*

<http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/11/22/depression-analogies/>

Lundager, Jens (2000): *“Ny finansiel sektorlov i USA”*. Nationalbanken 1. kvartal 2000.

[https://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Ny_finansiel_sektorlov_i_USA/\\$file/2000_kvo1_ny_65.pdf](https://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Ny_finansiel_sektorlov_i_USA/$file/2000_kvo1_ny_65.pdf)

[http://www.nationalbanken.dk/DNDK/Publikationer.nsf/1d4e7fa19f689c96c12570d6004dfd59/28f3b5765931b855c1256ca900398e13/\\$FILE/nb07.htm](http://www.nationalbanken.dk/DNDK/Publikationer.nsf/1d4e7fa19f689c96c12570d6004dfd59/28f3b5765931b855c1256ca900398e13/$FILE/nb07.htm)

Stiglitz, Joseph (2008): *“Who is to Blame for the Financial Crisis?”*

<http://bubblemeter.blogspot.com/2008/09/stiglitz-who-is-to-blame-for-financial.html>

Stiglitz, Joseph (2009): *“Reform is needed. Reform is in the air. We can't afford to fail”*

<http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2009/mar/27/global-recession-reform>

Shah, Anup (2009): *“Global Financial Crisis”*

<http://www.globalissues.org/article/768/global-financial-crisis>

Shah, Anup (2009): *“Securitization and the subprime crisis”*

<http://www.globalissues.org/article/768/global-financial-crisis#Securitizationandthesubprimecrisis>

“The Fuel That Fed The Subprime Meltdown”

<http://www.investopedia.com/articles/07/subprime-overview.asp>

Utt, Ronald D. (2008): *“The Subprime Mortgage Market Collapse: A Primer on the Causes and Possible Solutions”*

<http://www.heritage.org/research/economy/bg2127.cfm>

Videoer

Stiglitz, Joseph: *“Fall of Lehman Brother”*

<http://www.5min.com/Video/Joseph-Stiglitz-on-the-Fall-of-Lehman-Brothers-39602782>

Krugman, Paul: *“What Bankruptcies Mean for the Economy”*

<http://www.5min.com/Video/Paul-Krugman-on-What-Bankruptcies-Mean-for-the-Economy-58377148>

Sekundær litteratur

Bøger

Ashcraft (2008): *“Understanding The Securitization Of Subprime Mortgage Credit”*.

Ashcraft, Adam B. New Jersey.

Fisher (1933): *"The Debt-Deflation Theory of Great Depressions"*. Fisher, Irving, Econometrica 1933.

Mizruchi 2004): *"Berle and Means revisited: the governance and power of large U.S. corporations"*. Mizruchi, Mark S., University of Michigan, April 2004.

Møller & Nielsen (2005): *"Din Økonomi - en bog om tid og penge"*. Møller, Michael; Nielsen, Niels Chr., Børsens Forlag 2005.

North (2005): *"Understanding the Process of Economic Change"*. North, Douglass C.

Williamson (1975): *"The Economic Institutions of Capitalism"*. Williamson, Oliver

Østrup (2008): *"Finansielle Kriser"*. Østrup, Finn. Forlaget Thomson A/S, København 2008.

Økonomiske artikler

Granovetter, Mark (1985): *"Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness"*. The American Journal of Sociology, Vol. 91, no.3, p. 481-510.

Keynes, John Maynard (1930): *"The Great Slump of 1930"*. Essay.

M. Reinhart, Carmen; S. Rogoff, Kenneth (2007): *"Is the 2007 U.S. sub-prime financial crises so different? An International historical comparison"*. Working Paper 13761.

<http://www.nber.org/papers/w13761>

http://www.economics.harvard.edu/faculty/rogoff/files/Is_The_US_Subprime_Crisis_So_Different.pdf

Rajan, Raghuram (2005): *"Has Financial Development Made the World Riskier?"*.

Opgaver

Seminar opgave sommer 2008

Subprime krisen i USA (Roskilde Universitet)

<http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/3208/3/zam.pdf>

Internetadresser

"Bush Mortgage Plan Will Freeze Certain Subprime Interest Rates for 5 Years"

<http://www.foxnews.com/story/0,2933,315332,00.html>

Dyrbye, Lasse Christensen (2008): *"FED sænker renten til det laveste i hele FED's 95'årige historie"*.

<http://www.økonomia.dk/økonomia/index.php/media/50-media/156-fed-saenker-renten-til-det-laveste-i-hele-feds-95arige-historie>

FDIC: Federal Deposit Insurance Corporation

<http://www.fdic.gov/about/comein/background.html>

Federal Reserve statement (2008)

http://www.usatoday.com/money/economy/2008-01-22-fed-statement_N.htm

FICO: credit rating

<http://www.myfico.com/Default.aspx>

Gardel, Uffe (2007): *"Er finanskrisen Greenspans skyld?"*

<http://www.business.dk/article/20071218/okonomi/712180029/>

Kjær, Poul: *"Baggrunds notat om subprime krisen"*. Finansrådet.

http://www.finansraadet.dk/danish/menu/Nyheder_og_presse/holdninger/Kommentarer+og+debatindl%C3%A6g/BaggrundsnotatomSubprimekrisen.htm

Lichtenberg, Jacob de (2009): *"Reguleringen øges i den finansielle sektor"*

<http://www.økonomia.dk/økonomia/index.php/økonomia-arkivet-ny/41-usa/267-reguleringen-oges-i-den-finansielle-sektor>

Lunde, Jens (2008): *"100.000 boligejere teknisk insolvente"*. Berlingske, fredag den 7. november 2008.

<http://krisetider.blogs.business.dk/2008/11/07/100000-boligejere-teknisk-insolvente/>

Nationalbanken 4. kvartal 2006

[http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Kvartalsoversigt_2006_4_kvartal/\\$file/kap07.htm](http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Kvartalsoversigt_2006_4_kvartal/$file/kap07.htm)

"Redningspakken for det amerikanske finansmarked". Wikipedia.

http://da.wikipedia.org/wiki/Redningspakken_for_det_amerikanske_finansmarked

Sehested, Christian (2009): *"Boligejere gisper efter vejret i USA"*. Børsen.

<http://borsen.dk/okonomi/nyhed/152544/>

The Greenlining Institute

<http://www.greenlining.org/>

Valgreen, Carsten (2008): *"Hvad kommer vi til at lære af det her?"*

<http://carstenvalgreen.blogs.business.dk/2008/10/14/hvad-kommer-vi-til-at-l%C3%A6re-af-det-her/>

With, Louise (2008): *"Bush slår et sidste slag for det frie marked"*. Berlingske.

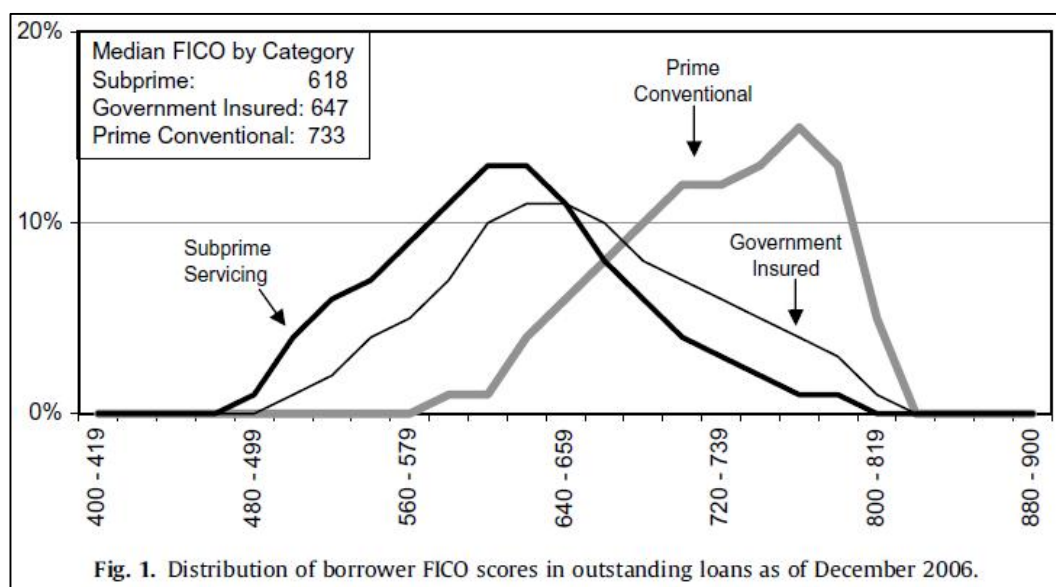
<http://www.berlingske.dk/article/20081113/verden/81113180/>

Wolf, Martin (2008): *"Finanskrisen kan antænde nationalisme og fremmedangst"*.

Politiken.

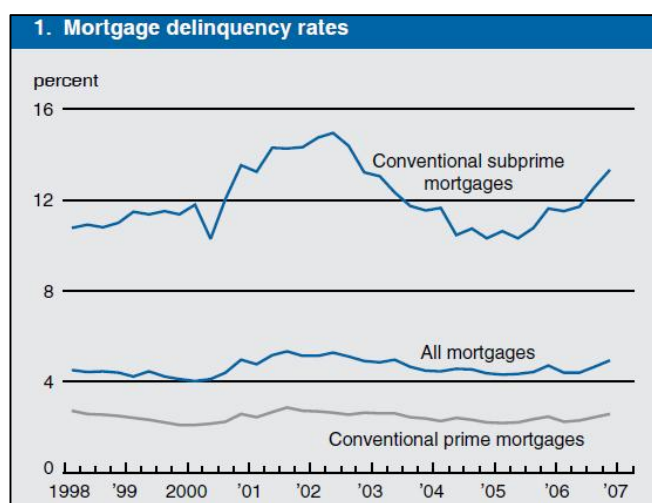
<http://blog.politiken.dk/orskov/category/martin-wolf/>

Bilag 1 – FICO credit-scores

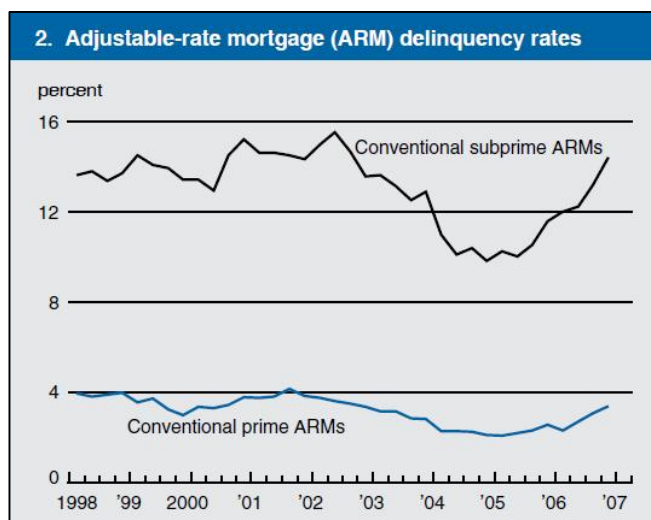


Kilde: <http://www.myfico.com/Default.aspx>

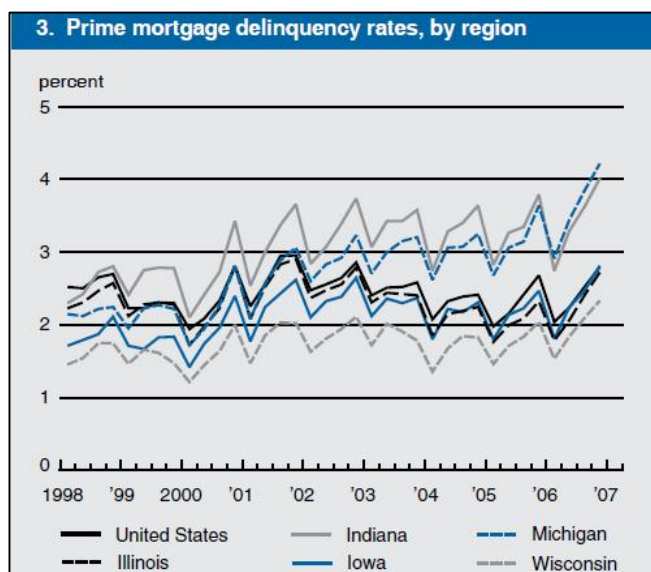
Bilag 2 – Sammenligning af prime and subprime lånemarked



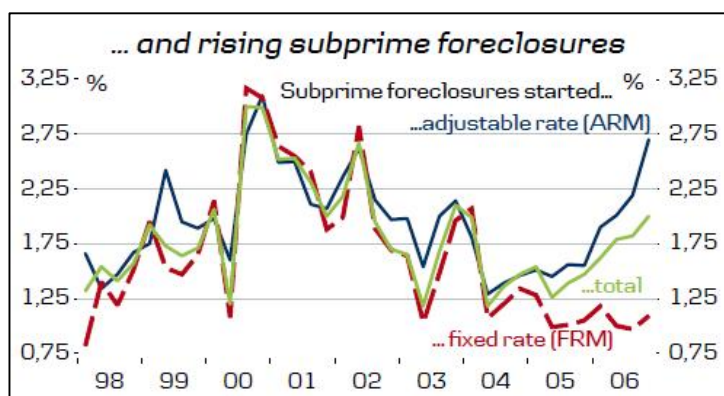
Kilde: Mortgage Banks Association



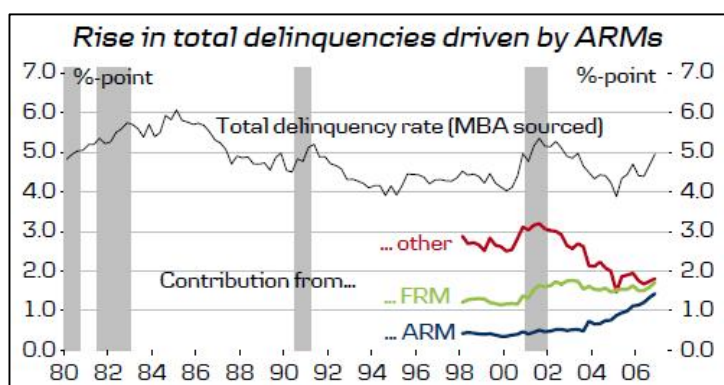
Kilde: Mortgage Banks Association



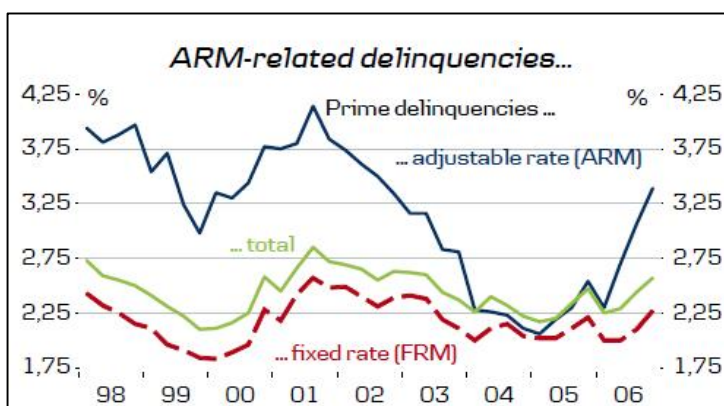
Kilde: Mortgage Banks Association



Kilde: MBA (Ecowin) data for Q4 2006.



Kilde: MBA (Ecowin) data for Q4 2006.

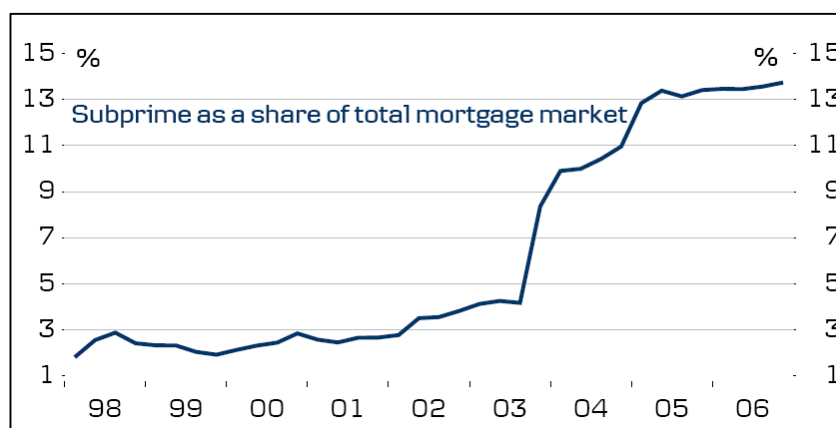


Kilde: MBA (Ecowin) data for Q4 2006.

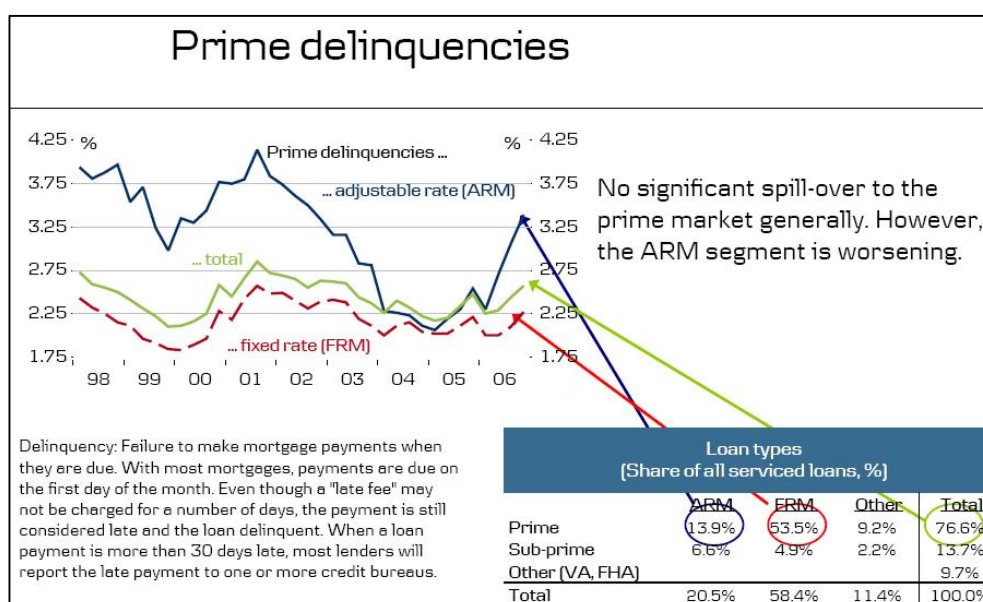
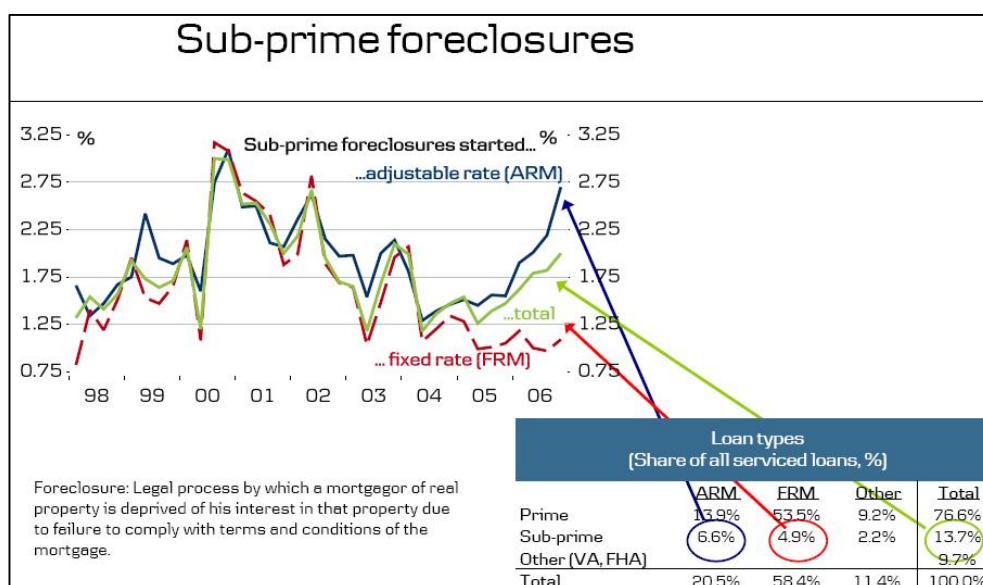
Bilag 3 – Subprime som andel af det totale lånemarked (USA)

Loan types (Share of all serviced loans, %)				
	ARM	FRM	Other	Total
Prime	13.9%	53.5%	9.2%	76.6%
Sub-prime	6.6%	4.9%	2.2%	13.7%
Other (VA, FHA)				9.7%
Total	20.5%	58.4%	11.4%	100.0%

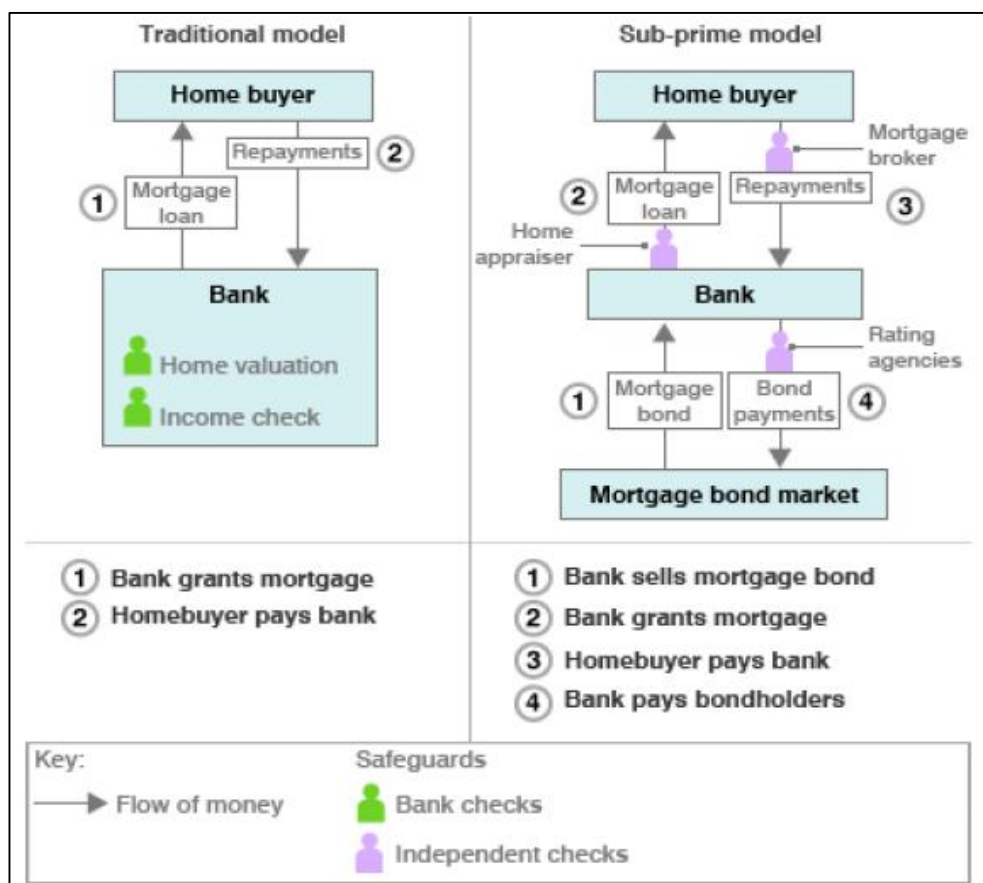
Source: MBA (Ecowin) data for Q4 2006. Note: ARM: Adjustable rate mortgages, FRM: Fixed rate mortgages, VA: Veterans Administration mortgages, Federal Housing Administration mortgages; Prime and sub-prime are private agencies



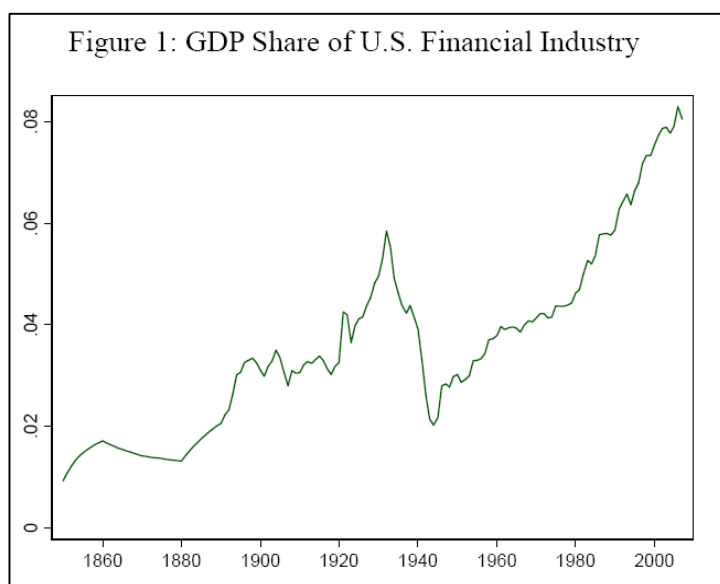
Kilde: MBA (Ecowin) data for Q4 2006. Note: ARM: Adjustable rate mortgages, FRM: Fixed rate mortgages, VA: Veterans Administration mortgages, Federal Housing Administration mortgages; Prime and sub-prime are private agencies



Kilde: MBA (Ecowin) data for Q4 2006. Note: ARM: Adjustable rate mortgages, FRM: Fixed rate mortgages, VA: Veterans Administration mortgages, Federal Housing Administration mortgages; Prime and sub-prime are private agencies

Bilag 4 – Den traditionelle model contra subprime model

Kilde: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7073131.stm>

Bilag 5 – GDP andel af USA's finansielle industri

Kilde: Hjemmeside: Monthly Review (<http://monthlyreview.org/books/ecologyvcapitalism.php>)

Bilag 6 – Fitch Ratings, National Long-Term Credit Ratings**AAA**

'AAA' National Ratings denote the highest rating assigned by the agency in its National Rating scale for that country. This rating is assigned to issuers or obligations with the lowest expectation of default risk relative to all other issuers or obligations in the same country.

AA

'AA' National Ratings denote expectations of very low default risk relative to other issuers or obligations in the same country. The default risk inherent differs only slightly from that of the country's highest rated issuers or obligations.

A

'A' National Ratings denote expectations of low default risk relative to other issuers or obligations in the same country. However, changes in circumstances or economic conditions may affect the capacity for timely repayment to a greater degree than is the case for financial commitments denoted by a higher rated category.

BBB

'BBB' National Ratings denote a moderate default risk relative to other issuers or obligations in the same country. However, changes in circumstances or economic conditions are more likely to affect the capacity for timely repayment than is the case for financial commitments denoted by a higher rated category.

BB

'BB' National Ratings denote an elevated default risk relative to other issuers or obligations in the same country. Within the context of the country, payment is uncertain to some degree and capacity for timely repayment remains more vulnerable to adverse economic change over time.

B

'B' National Ratings denote a significantly elevated default risk relative to other issuers or obligations in the same country. Financial commitments are currently being met but a limited margin of safety remains and capacity for continued timely payments is contingent upon a sustained, favorable business and economic environment. For

individual obligations, may indicate distressed or defaulted obligations with potential for extremely high recoveries.

CCC

'CCC' National Ratings denote that default is a real possibility. Capacity for meeting financial commitments is solely reliant upon sustained, favorable business or economic conditions.

CC

'CC' National Ratings denote that default of some kind appears probable.

C

'C' National Ratings denote that default is imminent.

D

'D' National Ratings denote an issuer or instrument that is currently in default.

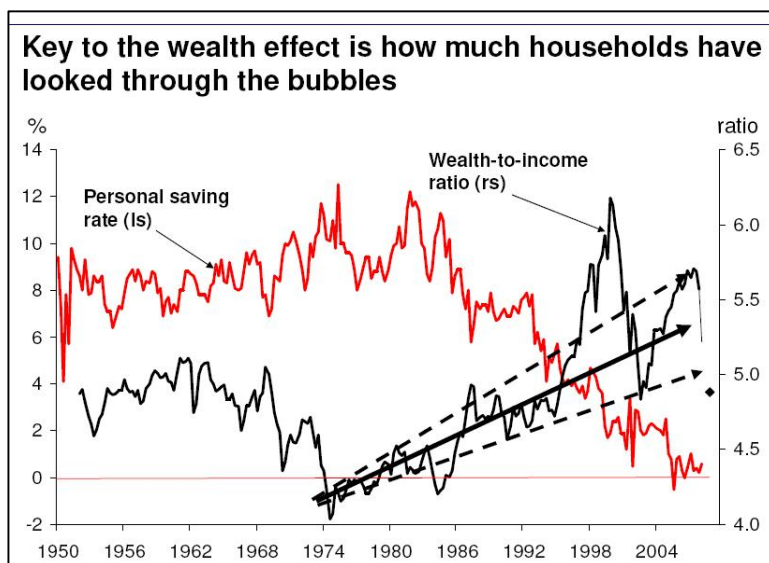
Kilde: <http://www.fitchratings.com/>

Bilag 7 – Det amerikanske banktilsynssystem

Enhed	Føderal tilsynsmyndighed
Holdingselskab	Federal Reserve
National bank	OCC
State bank	
Medlem af Fed-systemet	Federal Reserve
Ikke-medlem	FDIC
Investeringsbankenheder (sektion 20)	SEC/Federal Reserve
Sparekasser	OTS/FDIC/Federal Reserve
Spare- og lånebanker	OTS
Udenlandske banker	
Statslicens	Federal Reserve/FDIC
Føderal licens	OCC/Federal Reserve/FDIC
Repræsentationskontor	Federal Reserve
Anm: OCC = Office of the Comptroller of the Currency; FDIC = Federal Deposit Insurance Corporation; SEC = Securities and Exchange Commission; OTS = Office of Thrift Supervision. Staterne har egne tilsynsmyndigheder, som de føderale myndigheder samarbejder med. For de udenlandske bankers vedkommende samarbejder de med udenlandske tilsynsmyndigheder.	

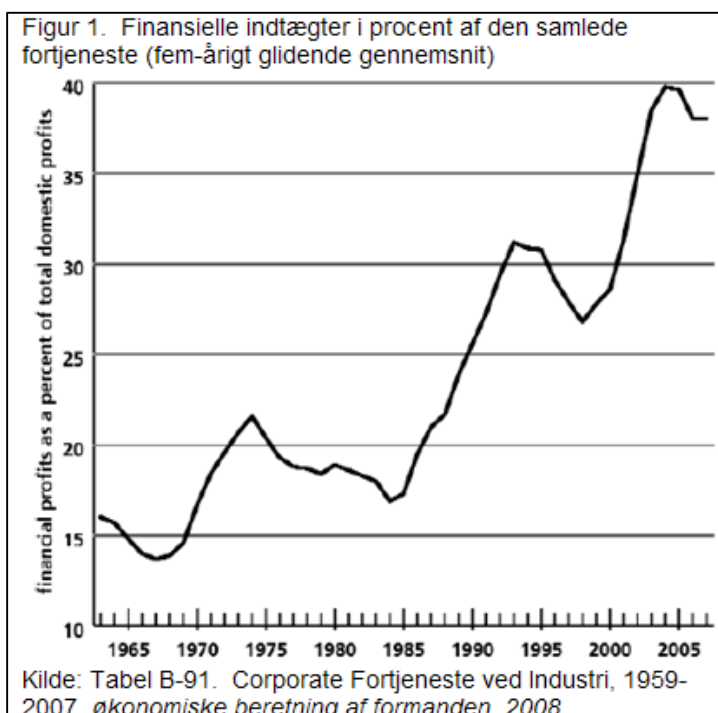
Kilde: [https://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Ny_finansiel_sektorlov_i_USA/\\$file/2000_kvo1_ny_65.pdf](https://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Ny_finansiel_sektorlov_i_USA/$file/2000_kvo1_ny_65.pdf)

Bilag 8 – Opsparing vist i pct.(USA)



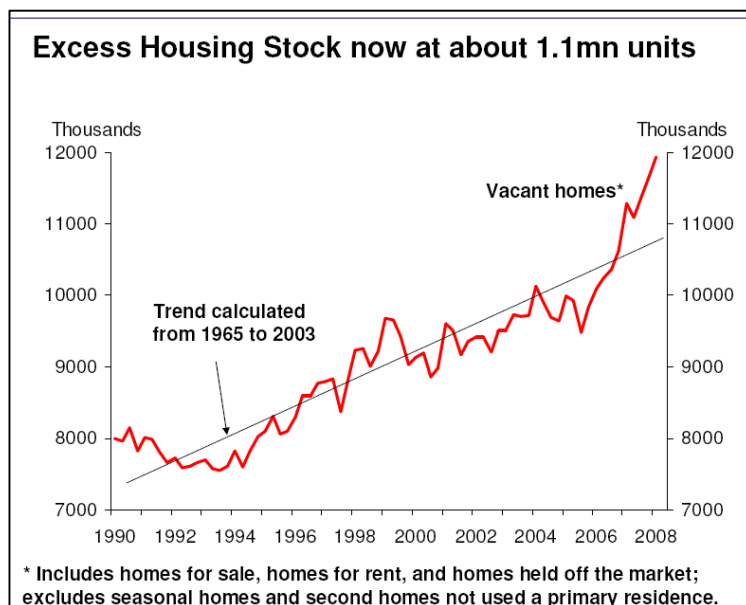
Kilde: BEA, FRB, DB Global Markets Research (Deutsche Bank)

Bilag 9 – Finansielle indtægter i pct. af den samlede fortjeneste (USA)



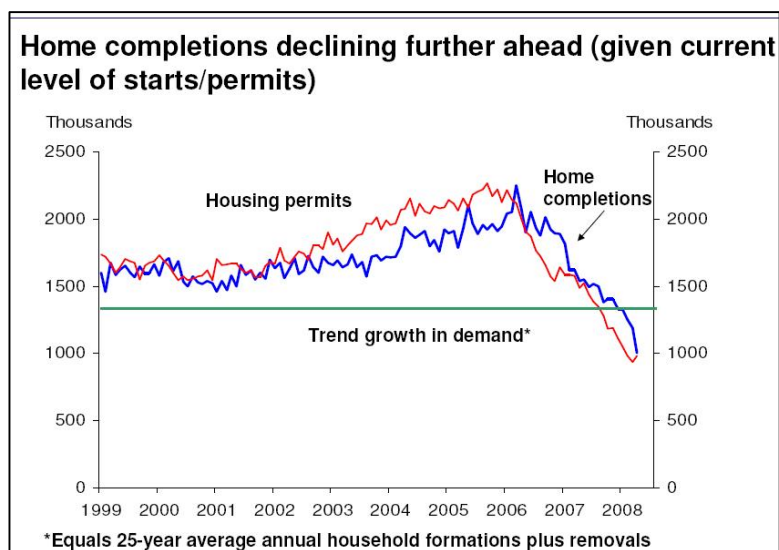
Kilde: Hjemmeside: Monthly Review (<http://monthlyreview.org/books/ecologyvcapitalism.php>)

Bilag 10 – Overskydende boliger (USA)



Kilde: BEA, FRB, DB Global Markets Research (Deutsche Bank)

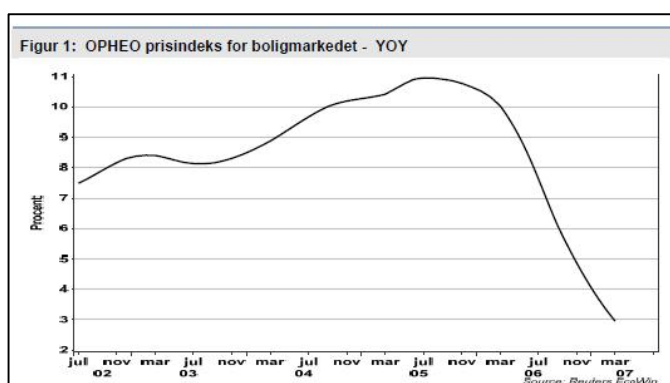
Bilag 11 – Bolig fuldførelser (USA)



Kilde: BEA, FRB, DB Global Markets Research (Deutsche Bank)

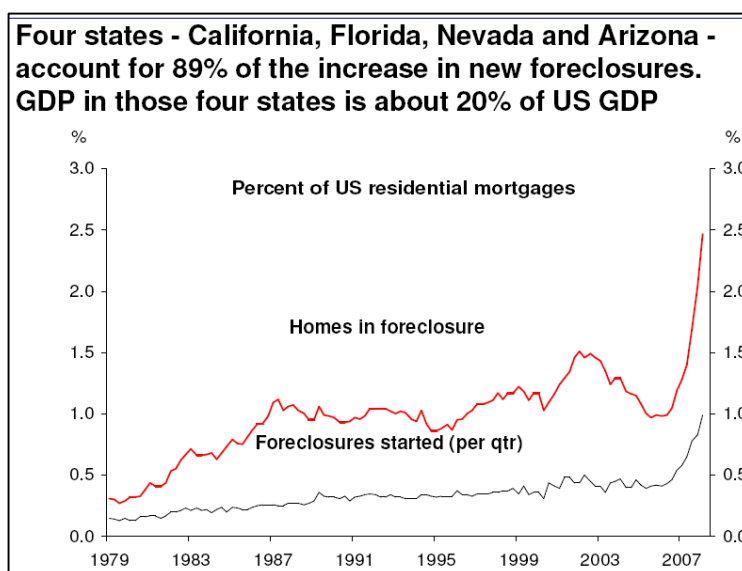
Bilag 12 – Boligpriser i større byer (USA)

Case-Shiller home price changes by major metropolitan area		
Metropolitan areas	% Increase Jan-03 to Jun-06	% Decline Jun-06 to Mar-08
Phoenix – AZ	94.2	-26.6
Miami *	93.5	-24.9
Las Vegas *	91.7	-27.6
Los Angeles *	89.4	-24.2
Tampa – FL	78.4	-23.3
Washington *	72.9	-19.4
San Diego *	60.6	-25.7
Portland – OR	56.3	-1.9
San Francisco *	53.7	-22.8
Seattle - WA	53.5	0.3
New York *	47.3	-8.9
Chicago *	31.8	-10.0
Minneapolis – MN	23.3	-16.8
Boston *	21.2	-10.9
Charlotte – NC	17.5	4.0
Atlanta – GA	16.4	-7.0
Denver *	11.7	-8.6
Cleveland – OH	11.6	-13.4
Dallas – TX	9.3	-4.4
Detroit – MI	6.6	-22.4
Composite-10	58.4	-17.8
Composite-20	52.2	-16.6
US National	45.6	-16.2**
OFHEO Purchase only	30.0	-0.9**



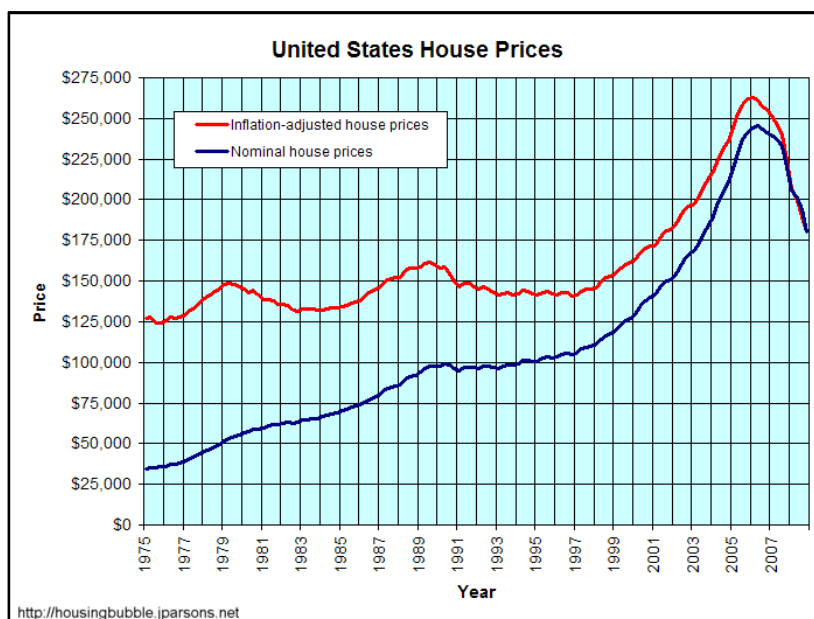
Kilde: BEA, FRB, DB Global Markets Research (Deutsche Bank)

Bilag 13 – Tvangsauktioner (USA)



Kilde: BEA, FRB, DB Global Markets Research (Deutsche Bank)

Bilag 14 – Real-Estate Index



Kilde: <http://newworldrhinos.blogspot.com/2008/08/case-schiller-graph-exposes-housing.html>

Bilag 15 - Fed Funds og Discount rates fra 2001-2009

January 3, 2001	▼	0.50%	6.00%	▼	0.25%	5.75%
December 11, 2001	▼	0.25%	1.75%	▼	0.25%	1.25%
November 6, 2002	▼	0.50%	1.25%	▼	0.50%	0.75%

January 2003 -- Change to "primary - secondary" discount rates.

June 25, 2003	▼	0.25%	1.00%	▼	0.25%	2.00%
June 30, 2004	▲	0.25%	1.25%	▲	0.25%	2.25%
June 30, 2005	▲	0.25%	3.25%	▲	0.25%	4.25%
June 29, 2006	▲	0.25%	5.25%	▲	0.25%	6.25%
August 17, 2007			5.25%	▼	0.50%	5.75%
January 22, 2008	▼	0.75%	3.50%	▼	0.75%	4.00%
December 16, 2008	▼	1.00%	0.00%	▼	0.75%	0.50%

Kilde: <http://www.newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html>

Bilag 16 – Subprime lån

Quantifying the ARM reset problem					
Loan characteristics					Payment shocks
	Subprime ARM	Option ARM	Alt A 5-1 (IO)	Jumbo 5-1 (IO)	Loan type
Initial Cap	2.53%	7.50%	5.45%	5.02%	Fed funds
Margin	5.85%	3.05%	2.33%	2.73%	Subprime ARM
Teaser Rate	7.25%	2.42%	5.31%	4.61%	Option ARM
Loan Amount	200,000	420,889	301,253	632,765	Alt-A 5-1 (IO)
Initial Cap	2.53%	7.50%	5.45%	5.02%	Jumbo 5-1 (IO)
Note: For the interest only mortgages the interest only period is the teaser.					3%
					2.5%
					2%
					1.5%
					1%
					0.5%

Source: Loan Performance, DB Global Markets Research

How do servicers evaluate loan modification options?												
Necessary payment reduction	Current CLTV											
	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%	150%
	10% FC	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T
	20% FC	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T
	30% FC	FC	TR	TR	TR	TR	TR	TR	TR	TR	TR	TR
	40% FC	FC	FC	FC	TR	TR	TR	TR	TR	TR	TR	TR
	50% FC	FC	FC	FC	FC	TR	TR	TR	TR	TR	TR	TR
	60% FC	FC	FC	FC	FC	FC	TR	TR	TR	TR	TR	TR
	70% FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	TRP	TRP	TRP	TRP	TRP
	80% FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	TRP	TRP	TRP
	90% FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC
	100% FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC

Legend

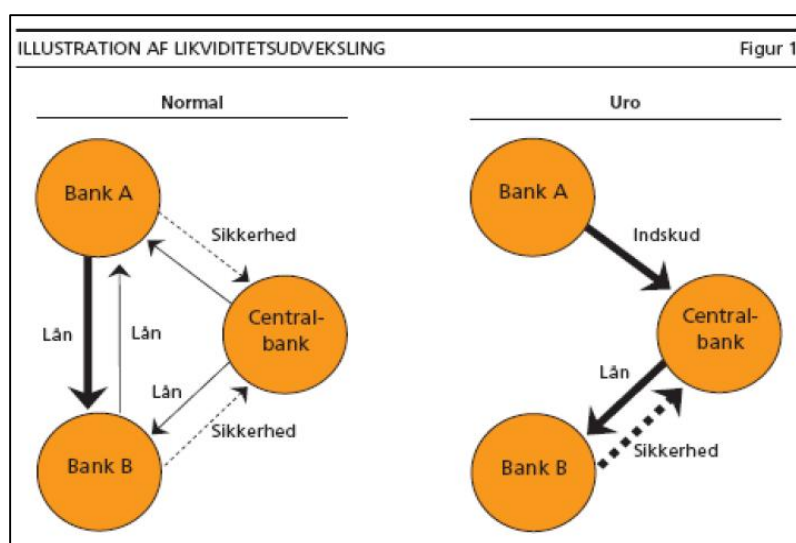
- FC: Foreclosure
- T: Term Extension
- TR: Term Extension + Rate Reduction
- TRP: Term Extension + Rate Reduction + Principal Writedown

Illustrative Assumptions

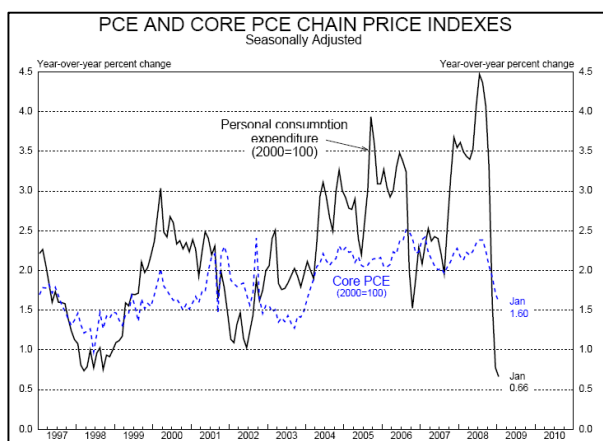
- 60% Current value recovery in foreclosure
- 40 Maximum loan term
- 2.0% Minimum interest rate
- 50% Minimum principal

Kilde: BEA, FRB, DB Global Markets Research (Deutsche Bank)

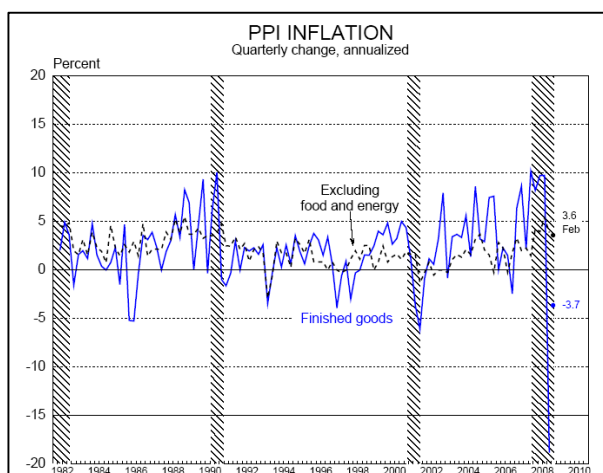
Bilag 17 – Likviditetsudvikling



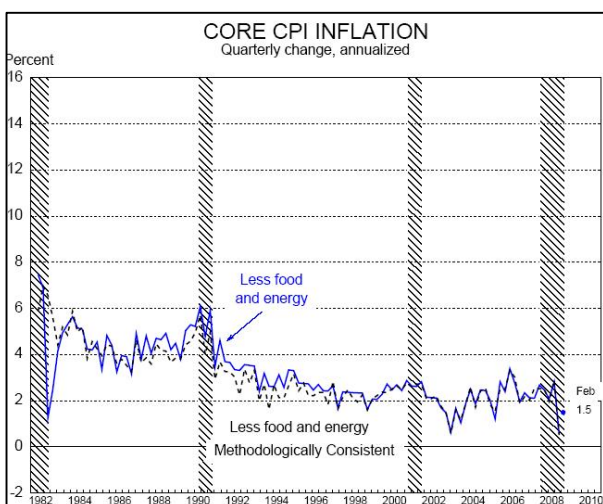
Kilde: Nationalbanken (2008)

Bilag 18 – Inflationen i USA

Kilde: Bureau of Economic Analysis.

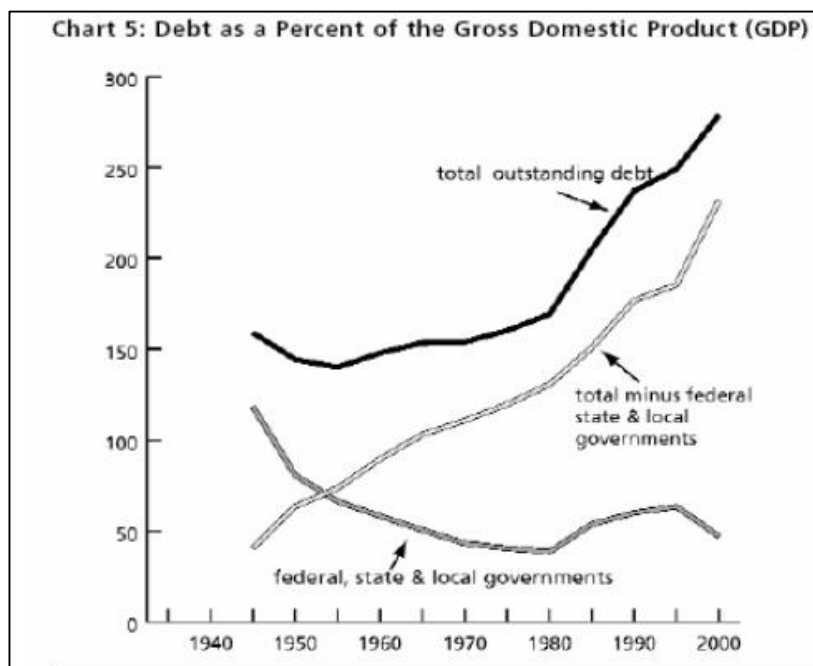


Kilde: Bureau of Labor Statistics.



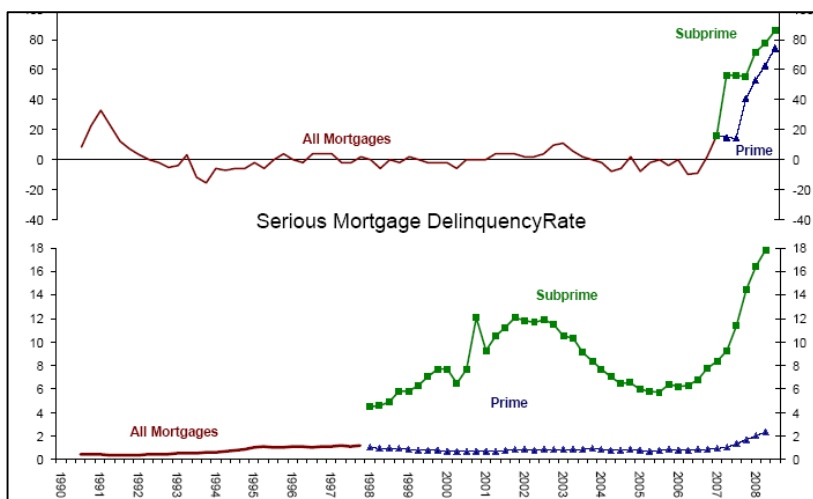
Kilde: Bureau of Labor Statistics.

Bilag 19 – Gæld som procentdel af GDP (USA)

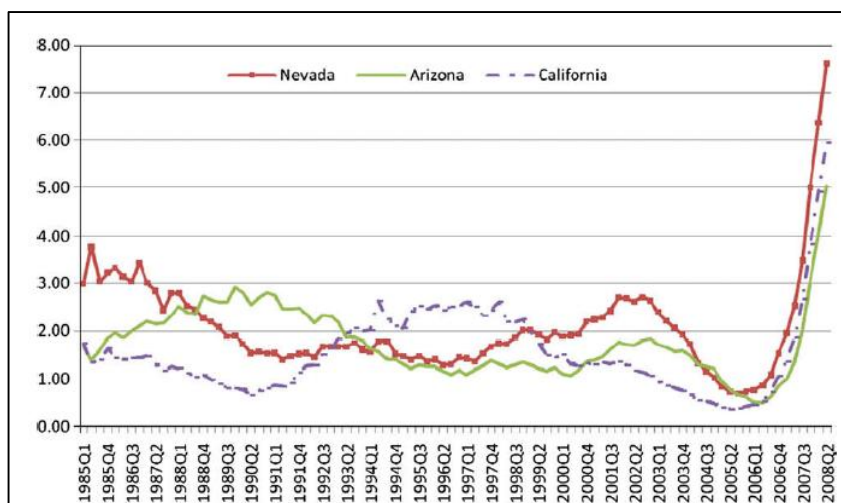


Kilde: Hjemmeside: Monthly Review (<http://monthlyreview.org/books/ecologyvcapitalism.php>)

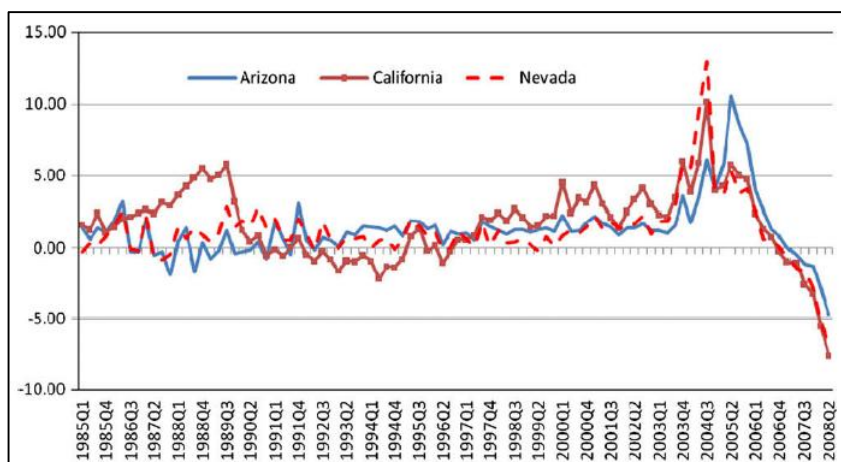
Bilag 20 – Andel af Bankers stramning af realkreditlån



Kilde: Federal Reserve Board Senior Loan Officer's Survey, Mortgage Bankers Association

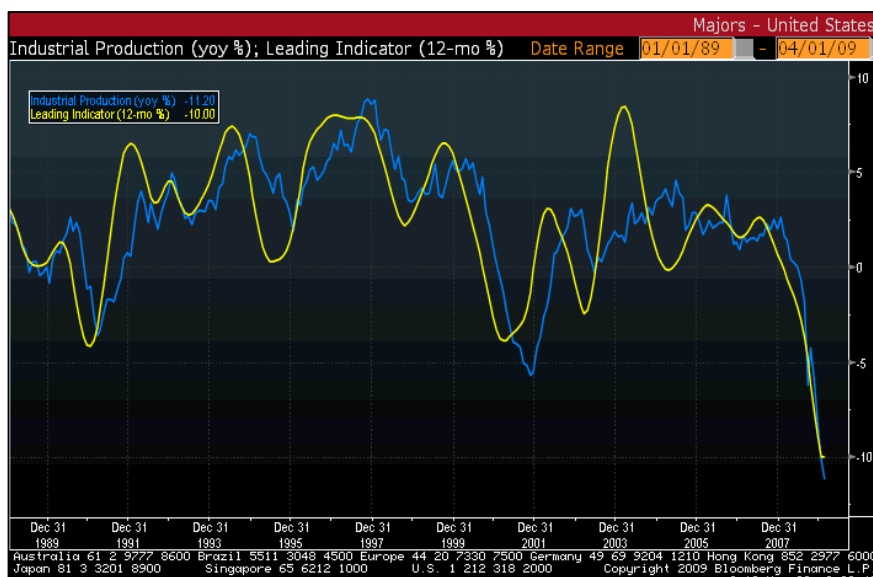
Bilag 21 - Lånerenter (Prime and subprime), 1985Q1–2008Q2.

Kilde: Mortgage Bankers Association

Bilag 22 - Boligpriser: Arizona, Nevada and California, 1985Q1–2008Q2.

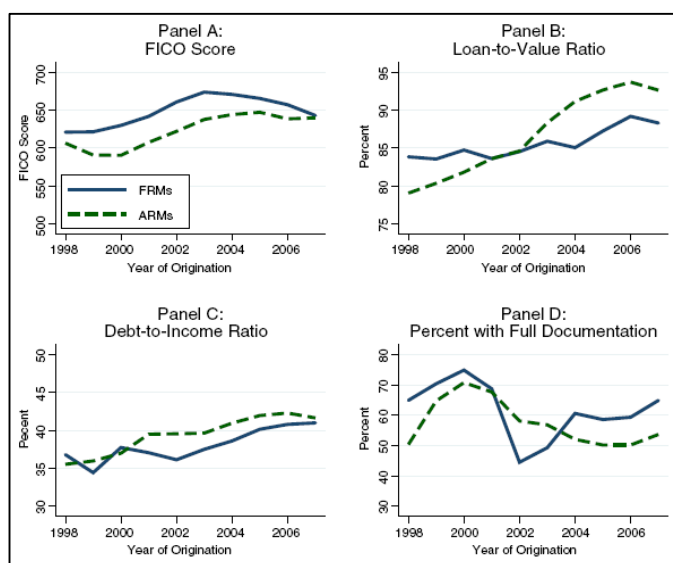
Kilde: Freddie Mac

Bilag 23 – Industri produktion i USA (recession indikator)

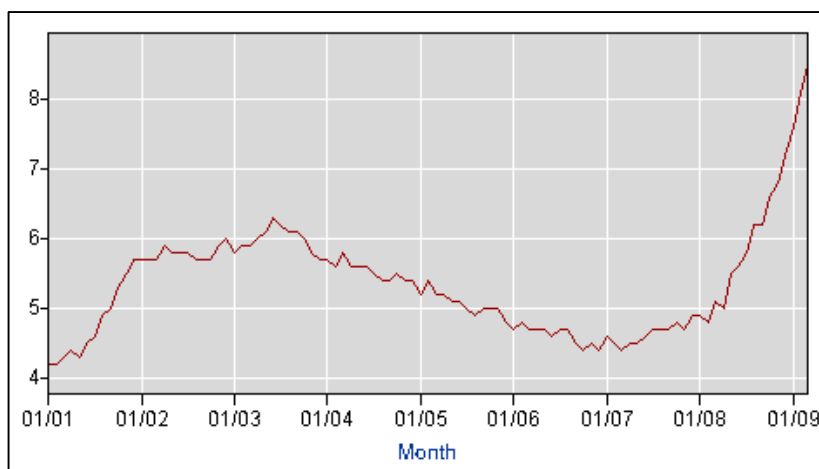


Kilde: www.Bloomberg.com

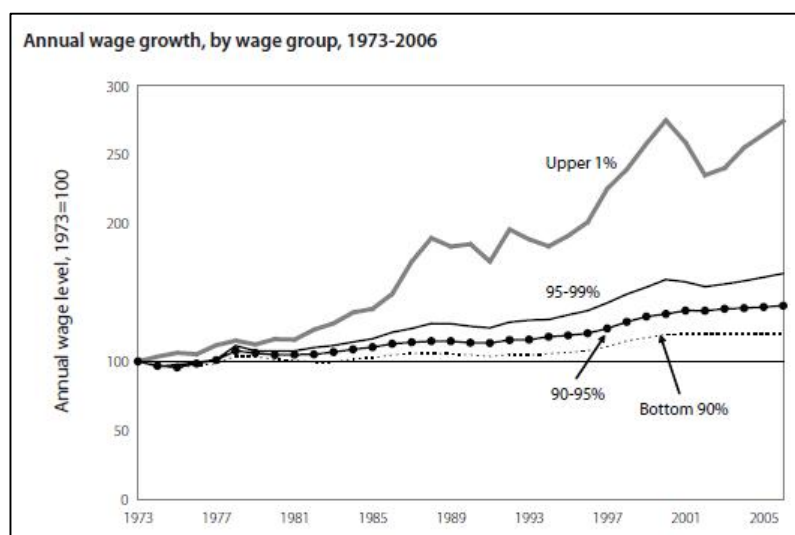
Bilag 24 - Subprime ARMs og FRMs.



Kilde: C.L. Foote et al. / *Journal of Housing Economics* 17 (2008) 291–305

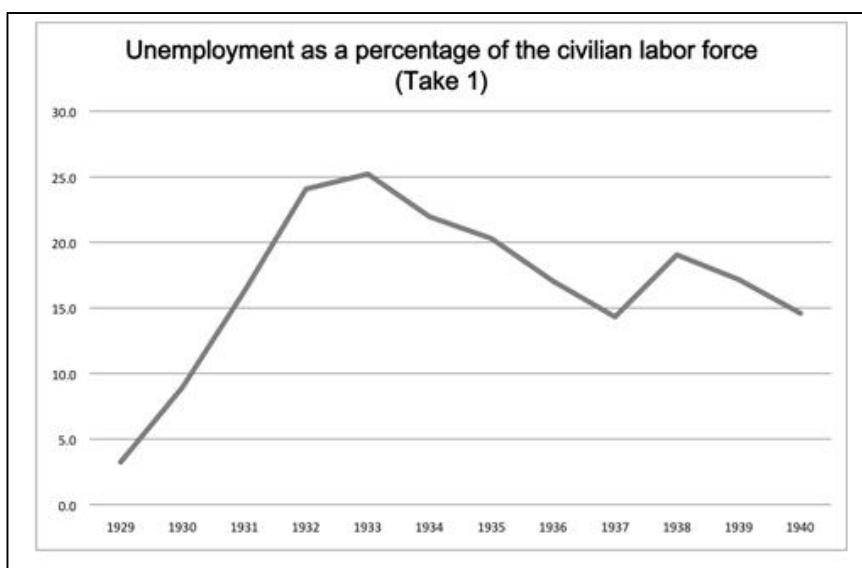
Bilag 25 – Arbejdsløsheden i USA (fundamentals)

Kilde: http://data.bls.gov/PDO/servlet/SurveyOutputServlet?data_tool=latest_numbers&series_id=LNS14000000

Bilag 26 – Lønniveauet i USA (fundamentals)

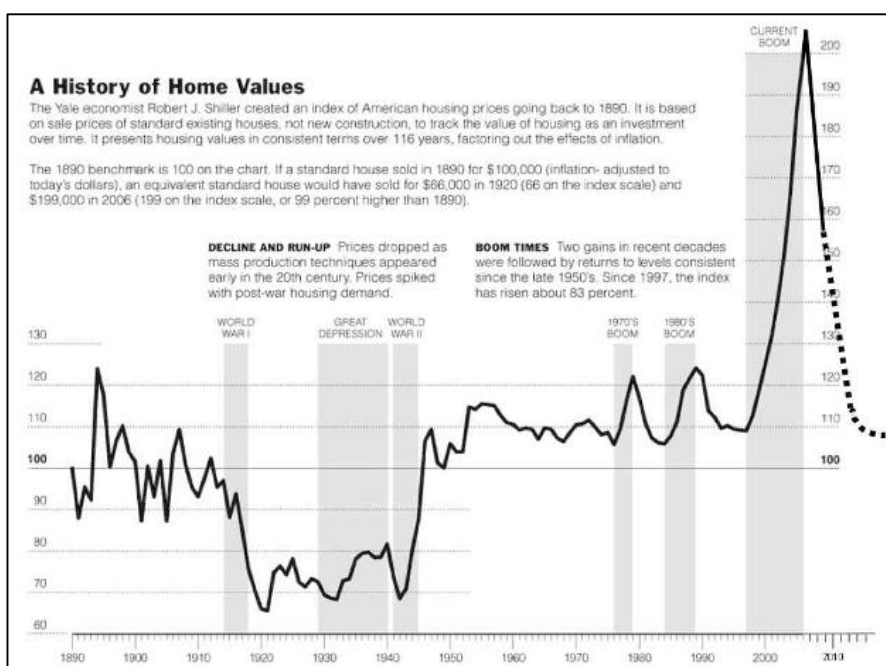
Kilde: Authors' analysis of CPS ORG data (*The State of Working America*)

Bilag 27 – Arbejdsløsheden i 1930'erne (USA)

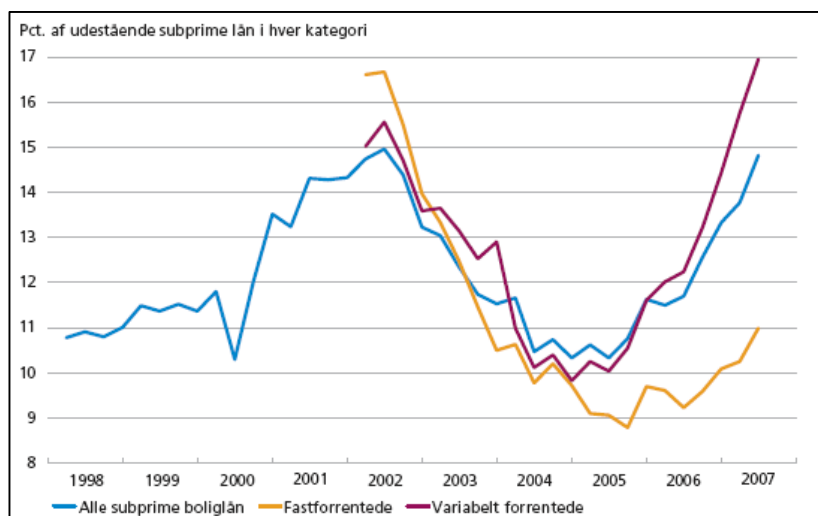


Kilde: http://data.bls.gov/PDO/servlet/SurveyOutputServlet?data_tool=latest_numbers&series_id=LNS14000000

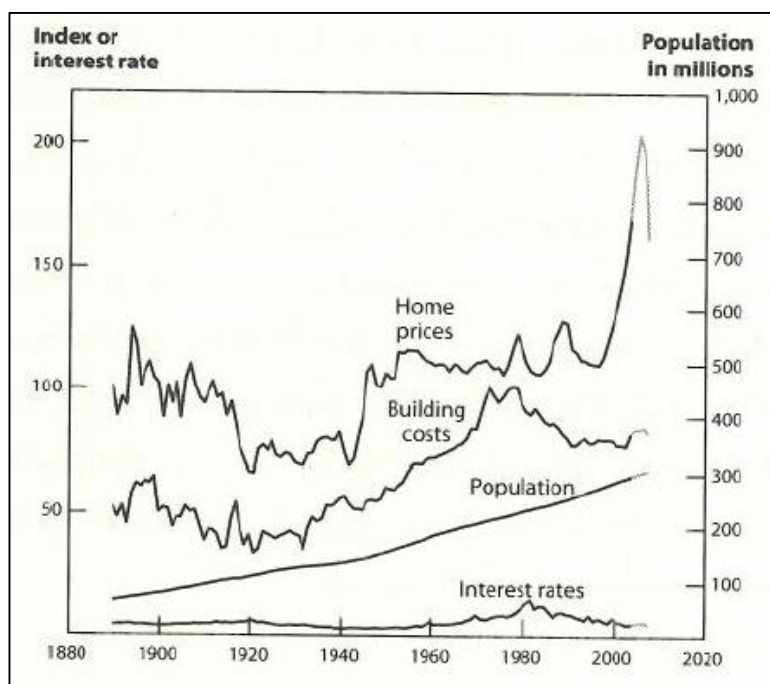
Bilag 28 – Boligpriser i 1930'erne (USA)



Kilde: <http://newworldrhinos.blogspot.com/2008/08/case-schiller-graph-exposes-housing.html>

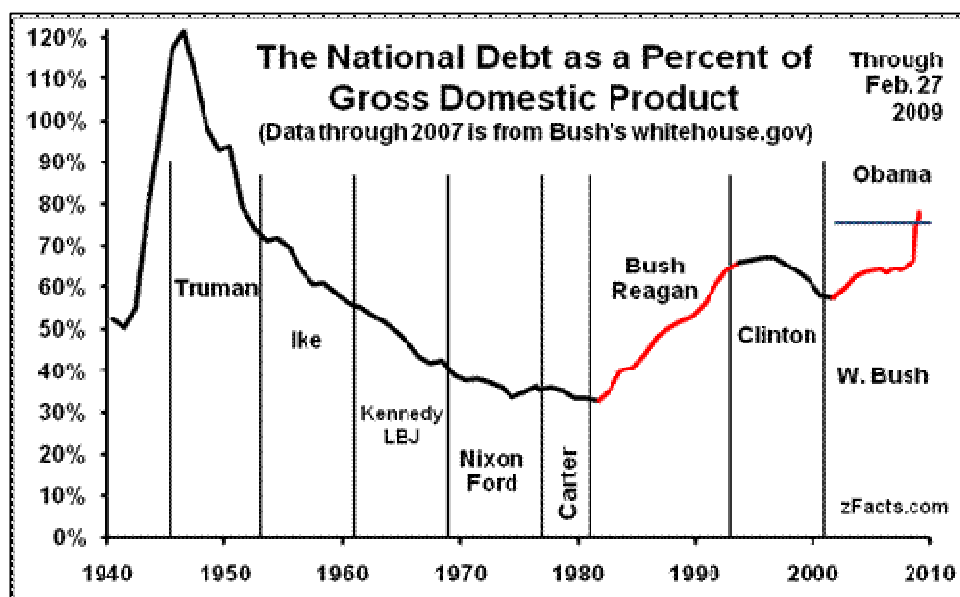
Bilag 29 – Misligholdelse af subprime boliglån

Kilde: Bloomberg (Mortgage Bankers Association)

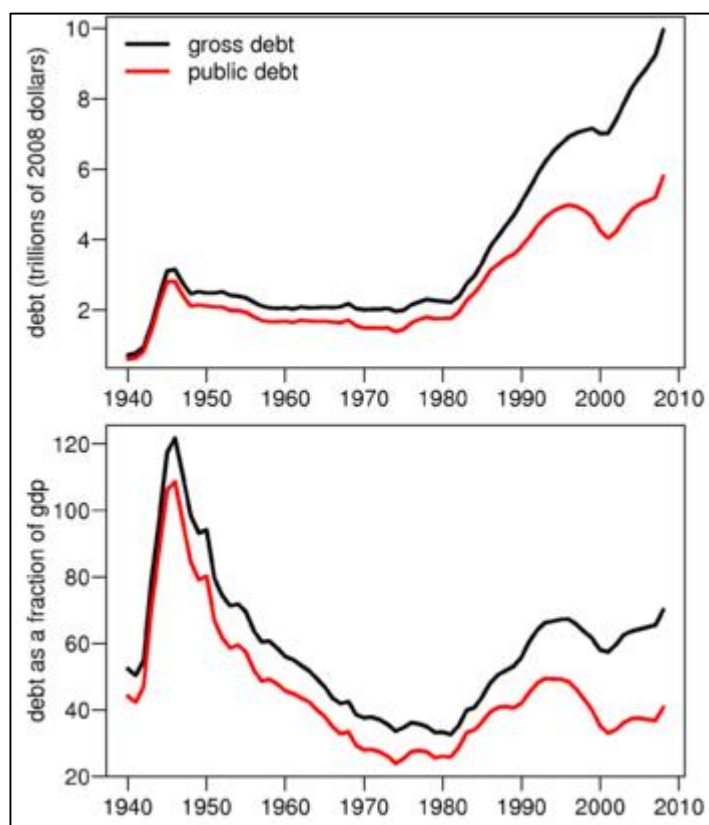
Bilag 30 – Boligpriser, bygningsomk. og befolkningsvækst

Kilde: *The Subprime Solution*, Robert J. Shiller (2008) p. 33

Bilag 31 – USA's gæld i forhold til GDP



Kilde: <http://zfacts.com/p/318.html>



Kilde: http://en.wikipedia.org/wiki/United_States_public_debt