

Kandidatafhandling ved Copenhagen Business School
Institut for Finansiering
Cand.merc.fir

Boligkrise – Finanskriser – Forbrugskriser
Er denne gang anderledes?

Housing crisis – Financial crisis – Consumption crisis
Is this time different?

Kandidatafhandling af:
Christina Dyrby Ranek

Vejleder:
Jens Lunde
Institut for Finansiering

Antal normalsider: 80 normalsider
Antal anslag: 168.919 anslag
Afleveringsdato: 16. november 2015

Christina Dyrby Ranek



Abstract

The economic crisis in 2008 is known to be the worst crisis in Denmark for decades - and it is also said to be different from previous economic crises in regard to what caused it. The objective of this thesis is to analyse to what extent the 2008 economic crisis is different from previous economic crises in Denmark.

The economic crisis in 2008 consists of three different elements, the housing crisis, which began in 2006, the financial crisis, which began in 2008 and the consumption crisis which also began in 2008. This thesis therefore compares the crisis in 2008 with two previous Danish crises that consist both of a housing crisis and a financial crisis. The two crises, which the 2008 crisis will be compared to, are the crisis that began in 1920 and the crisis that began in 1987. The consumption crisis in 2008 does not have an equivalent in 1920 and 1987 and will therefore only be part of the analyses for the 2008 crisis.

The 1920, 1987 and 2008 crises will firstly be analysed separately in order to determine which factors were the most dominant in provoking the different crises. The housing crises will be analysed according to shifts in fundamentals that are proven to have an influence on the demand curve for houses. The financial crises will be analysed according to different theories that can help us understand which factors were the most predominant for the financial crises to occur. The consumption crisis in 2008 will be analysed in regard to if/how it is linked to the housing and financial crisis.

The main findings in the thesis are that the leading fundamentals in the two previous housing crises are income, interest rate and borrowing capacity while the main reason to the housing crisis in 2006 is the burst of a housing bubble. The main factors in the previous financial crises are borrowing capacity, corporate governance and great risk-taking, which is the same for the financial crisis in 2008. The thesis also finds that the two previous financial crises are mostly driven by shocks in the home market while the shock to the financial market in 2008 primarily is sparked by changes outside of Denmark.

The main finding regarding the consumption crisis in 2008 is that it is an effect of both the housing and financial crisis more than a cause for the economic crisis to occur.

Based on the findings the thesis concludes that the economic crisis in 2008 is different from the previous economic crises in more ways than one.

Indholdsfortegnelse

Kapitel 1 - Indledning.....	5
1.1 Introduktion til problemfelt	5
1.2 Problemformulering	6
1.3 Metode	7
1.4 Afgrænsning.....	8
1.5 Disposition.....	9
Kapitel 2 - Det økonomiske marked	10
2.1 Boligmarkedet	10
2.1.1 Den boligøkonomiske grundmodel.....	10
2.1.2 Fundamentals.....	12
2.2 Forbrugsmarkedet	15
Kapitel 3 – En krises definitioner	17
3.1 Boligkrise.....	17
3.1.1 En boligbobles opstående.....	17
3.1.2 Krisen opstår.....	20
3.1.3 Boligkrise uden en boligboble	20
3.2 Finanskrise.....	21
3.2.1 Business cycle-teorien	22
3.2.2 Skift i den økonomiske struktur	23
Kapitel 4 – Krisen i 1920-1933.....	30
4.1 Finanskrisen 1920-1933	30
4.1.1 Ændringer i konjunkturforløbet.....	30
4.1.2 Eksterne forhold	31
4.1.3 Interne forhold.....	34
4.1.4 Økonomisk teori	36
4.2 Boligkrisen i 1930-1933	38
4.2.1 Fundamentals.....	38
4.2.2 Tvangsauktioner	40
4.2.3 Økonomisk teori	41
Kapitel 5 - Krisen i 1987-1992	42
5.1 Boligkrisen i 1987-1992	43
5.1.1 Fundamentals.....	43
5.1.2 Tvangsauktioner	48
5.1.3 Økonomisk teori	49
5.2 Finanskrisen 1987-1992.....	50
5.2.1 Eksterne forhold	50
5.2.2 Interne forhold.....	51
5.2.3 Økonomisk teori	53
5.3 Forskelle og ligheder.....	54
Kapitel 6 – Krisen i 2008.....	55
6.1 Boligkrisen 2006	55
6.1.1 Fundamentals.....	56
6.1.2 Danmarks første boligboble.....	60
6.1.3 Økonomisk teori	64
6.1.4 Boligkrisens adskillelse fra tidligere boligkriser	65
6.2 Finanskrisen i 2008.....	66
6.2.1 Eksterne forhold	67

6.2.2 Interne forhold.....	69
6.2.3 Økonomisk teori	71
6.2.4 Finanskrisens adskillelse fra tidligere finanskriser	72
6.3 Forbrugskrisen.....	74
6.3.1 Sammenhæng mellem gæld og forbrug.....	76
Kapitel 7 - Konklusion.....	78
Kapitel 8 - Perspektivering.....	81
Litteraturliste	82

Figuroversigt

Figur 1: Disposition over afhandlingens indhold	9
Figur 2: Den boligøkonomiske grundmodel (DiPasqual & Wheaton, 1996).....	11
Figur 3: Case & Shillers seks tegn på en boligboble.....	17
Figur 4: Dominerende faktorer ved en finansiell krise ifølge Fisher.	27
Figur 5: Engrosprisindeks for perioden 1920-1933 (Johansen, 1985, p. 301)	30
Figur 6: Kronens internationale værdi i procent af guldpariteten i perioden 1920-1927 (Johansen, 1986, p. 261).....	32
Figur 7: Forbrugsprisindeks for perioden 1920-1933 (Danmarks Statistik).....	33
Figur 8: Arbejdsløshed i perioden 1920-1933 (Johansen, 1986, p. 289)	38
Figur 9: Nominelle og reale renter i perioden 1920-1933 (Abildgren, 2005 samt Danmarks Statistik)..	39
Figur 10: Tvangsauktioner i landbruget i perioden 1930-1933 (Dybdahl, Johansen, Hyldtoft & Pedersen 1976, s. 75)	40
Figur 11: Finansielle faktorerers påvirkning på boligmarkedet	41
Figur 12: Realvækst i udestående udlån hos penge- og realkreditinstitutter i perioden 1983-1992 (Abildgren & Thomsen, 2011)	44
Figur 13: Boligprisændringer i perioden 1983-1992 (Danmarks Statistik)	44
Figur 14: Arbejdsløshed i perioden 1983-1992 (Danmarks Statistik)	45
Figur 15: Realrenteudvikling i perioden 1983-1992 (Danmarks Statistik).....	46
Figur 16: Samlet salg af faste ejendomme i perioden 1983-1992 (Danmarks Statistik).....	47
Figur 17: Tvangsauktioner i perioden 1983-1992 (Danmarks Statistik).....	48
Figur 18: Realvækst i BNP i perioden 1983-1992 (Danmarks Statistik)	50
Figur 19: Realiseret handelspriser i perioden 1992-2008 (Realkreditrådet)	55
Figur 20: Disponibel indkomst og ledighedsprocent i perioden 2003-2008 (Danmarks Statistik).....	56
Figur 21: Fordeling af låntyper i perioden 2003-2008 (Danmarks Statistik)	57
Figur 22: Renteudviklingen i perioden 2003-2008 (Danmarks Statistik)	58
Figur 23: Udvikling i boligpris/indkomst ratio i perioden 2003-2006 (Danmarks Statistik).....	62
Figur 24: Gennemsnitlig antal tvangsauktioner i perioden 2003-2008 (Danmarks Statistik).....	63
Figur 25: Indlånsoverskud i danske pengeinstitutter i perioden 2003-2008 (Nationalbanken)	67
Figur 26: Ændring i forbruget i forhold til disponibel indkomst i perioden 2003-2008 (Danmarks Statistik).....	75
Figur 27: Ændring i forbrugertillidsindikatoren i perioden 2004-2008 (Danmarks Statistik)	75

Kapitel 1 - Indledning

1.1 Introduktion til problemfelt

I Danmark er finansielle kriser ikke en nyhed. Danmark har oplevet finansielle kriser så langt tilbage historien belyser det. Alligevel formåede finanskrisen i 2008 at lamme den danske økonomi og være et af de mest omtalte emner i medierne.

Finanskrisen i 2008 tog verden med storm i mere end en forstand. En overnaturlig optimisme på markedet med stor fremgang i boligpriser og tilhørende favorable lånemuligheder gjorde det muligt for boligmarkedet at vokse prismæssigt i et tempo, der ikke var set før. Siden den sidste boligkrise i 1987 var der lavet ændringer til det finansielle marked, der var kommet nye finansielle produkter, og der var en generel overbevisning om, at denne gang var anderledes.

Et økonomisk ordsprog siger *"What goes up, must come down"* og i 2006 vendte boligpriserne i Danmark. De faldende boligpriser gav ligeledes faldende friværdi, en friværdi som mange boligejere havde yndet at foretage lån i, da markedet var på sit højeste. Boligmarkedets afkøling gik i gang, men havde denne krise stået alene, havde markedet formentlig oplevet en blød landing og ikke den hårde landing, som finanskrisen medførte.

I 2008 brød det amerikanske marked sammen som følge af usikre subprime lån på boligmarkedet. Grundet et finansielt marked, som gennem tiden kun er blevet mere internationalt, spredte denne krise sig fra USA til Europa og derved også til Danmark. Krisen på det finansielle marked medførte faldende udlån, da udlånsfinansieringen var markedsbaseret. Den finansielle krise fik dermed lavet boligmarkedets bløde landing om til en hård landing.

Den verdensomspændende krise efterlod mange lande, ikke mindst Danmark, med spørgsmålet; Hvordan kunne det ske – denne gang var anderledes?

Ifølge to førende økonomer på området, Carmen Reinhardt og Kenneth Rogoff, er finansielle kriser ikke noget nyt, og selvom man forsøger at give det en anden indpakning, er det stadig samme indeni;

"Our basic message is simple: We have been here before. No matter how different the latest financial frenzy or crisis always appears, there are usually remarkable similarities with past experience from other countries and from history" (Reinhart & Rogoff, 2009, p. xxv).

Denne afhandling er opstået som følge af en generel undren samt nysgerrighed om de to økonomers påstand. Hvis man har været i disse situationer før, burde den finansielle krise i så fald ikke have været undgået? Hvis alle finansielle kriser er ens, hvorfor kan historien bevidne om så mange?

Afhandlingen giver ikke mulighed for at besvare alle disse spørgsmål til fulde, og problemstillingen er derfor nødsaget indskrænket til kun at besvare et enkelt; Hvordan adskiller krisen i 2008 sig fra tidligere kriser?

1.2 Problemformulering

Der var stor overbevisning før krisen om, at denne gang var anderledes, og at en finansiell krise derved ville undgås. Efter krisen er opstået, har der været mange bud på, hvad den egentlige faktor var, der forårsagede krisen, specielt fordi denne krise i de flestes forstand var anderledes, og derfor kunne man ikke lede efter svar i de traditionelle finansielle faktorer. Med udgangspunkt i ovenstående citat fra Reinhart og Rogoff (2009) samt ønsket om at få svar på de mange modsigende konklusioner på finanskrisens opstående, er det derfor fundet interessant at undersøge, om finanskrisen i dens tidlige stadie viste samme tegn som tidligere kriser af samme alvorlige type eller om den generelle holdning om, at denne gang var anderledes, var gældende.

For at belyse ovenstående problemstilling er der udformet følgende problemformulering;

Hvordan adskiller krisen i 2008 sig fra tidligere kriser?

Der er udarbejdet nedenstående underspørgsmål med henblik på at opnå en mere specifik indsigt og forståelse for netop disse områder af krisen.

- Hvilke exogene faktorer var dominerende ved boligkriserne i 1930, 1987 samt 2006?
- Hvordan adskiller boligkrisen i 2006 sig fra tidligere boligkriser?
- Hvilke faktorer var dominerende ved finanskriserne i 1920, 1990 samt 2008?
- Hvordan adskiller finanskrisen i 2008 sig fra tidligere finanskriser?
- Hvilken påvirkning har finanskrisen i 2008 på forbrugsmarkedet?

1.3 Metode

Denne afhandling har til formål at belyse optakten til tre økonomiske kriser i Danmark, krisen i 1920-1933, krisen i 1987-1992 samt krisen i 2008 for derefter at konkludere, hvorvidt finanskrisen i 2008 var anderledes end de forrige kriser. Dette gøres ved en analyse af de respektive krisers optakt og udbrud, hvor der analyseres på givne økonomiske faktorer og deres eventuelle ændringer op mod og under udbruddet af den givne krise.

Afhandlingen tager sig udgangspunkt i netop disse kriser, da der i alle tre kriser både opstår en boligkrise samt en finanskriser. Ligeledes er alle tre finanskriser karakteriseret som bankkriser, hvilket gør dem sammenlignelige. I afhandlingen anvendes ordet ”pengeinstitutter” som betegnelse for banker, andels- og sparekasser.

Da afhandlingens udgangspunkt er i bankkriser, vil en långiver bruges som terminologi for et pengeinstitut uafhængigt af, hvilket marked det forekommer på. Låntager forekomme på både boligmarkedet samt det finansielle marked og vil optræde med to forskellige perspektiver. I forhold til boligmarkedet vil en låntager som udgangspunkt referere til en privat person, mens en låntager på det finansielle marked vil være en virksomhed.

Afhandlingen tager sit udgangspunkt i den deduktive metode, hvor der på baggrund af generelle principper drages slutninger om enkelte hændelser (Andersen, 2009). I dette tilfælde vil der på baggrund af to sammenligningskriser samt krisen i 2008 drages slutning om, hvorvidt krisen i 2008 var anderledes end tidligere kriser.

Afhandlingen er udformet ved at anvende eksisterende teorier til etablering af forståelse samt forklaring af de informationer, der er indsamlet om de givne kriser. Hovedsageligt er der anvendt teorier af økonomiske forskere og professorer.

Økonomiske kriser er et omdiskuteret emne, men da data i mange tilfælde er begrænset, findes der ligeledes modsatrettet information i litteraturen. De kilder, der er anvendt i afhandlingen, opfattes som mest kompetente samt troværdige inden for økonomi og økonomiske kriser.

Afhandlingens analyse understøttes af citater fra videnskabelige bøger og artikler samt sekundærdata. Dette gøres for at understøtte analysens resultater. Analysen er holdt objektivt for alle tre kriser, hvilket bevirker, at politiske tiltag er udeholdt af afhandlingen så vidt muligt.

1.4 Afgrænsning

Ordet ”krise” stammer oprindeligt fra den antikke lægekunst og var en betegnelse for vendepunktet i et akut febersygdomsforløb. I dag bruges ordet til at beskrive en omstilling, forandring eller sammenbrud i et givent aspekt. En krise er i denne afhandling derfor defineret ved en omstilling, forandring eller sammenbrud på det finansielle marked. Afhandlingen omhandler udelukkende danske kriser samt kriser i samme format som den i 2008. Dette bevirker, at der kun vil blive analyseret på kriser, hvori der både indgår en bolig- og en finanskriser. Derfor analyseres og sammenlignes krisen i 2008 med krisen i 1920-1933 og krisen i 1987-1992.

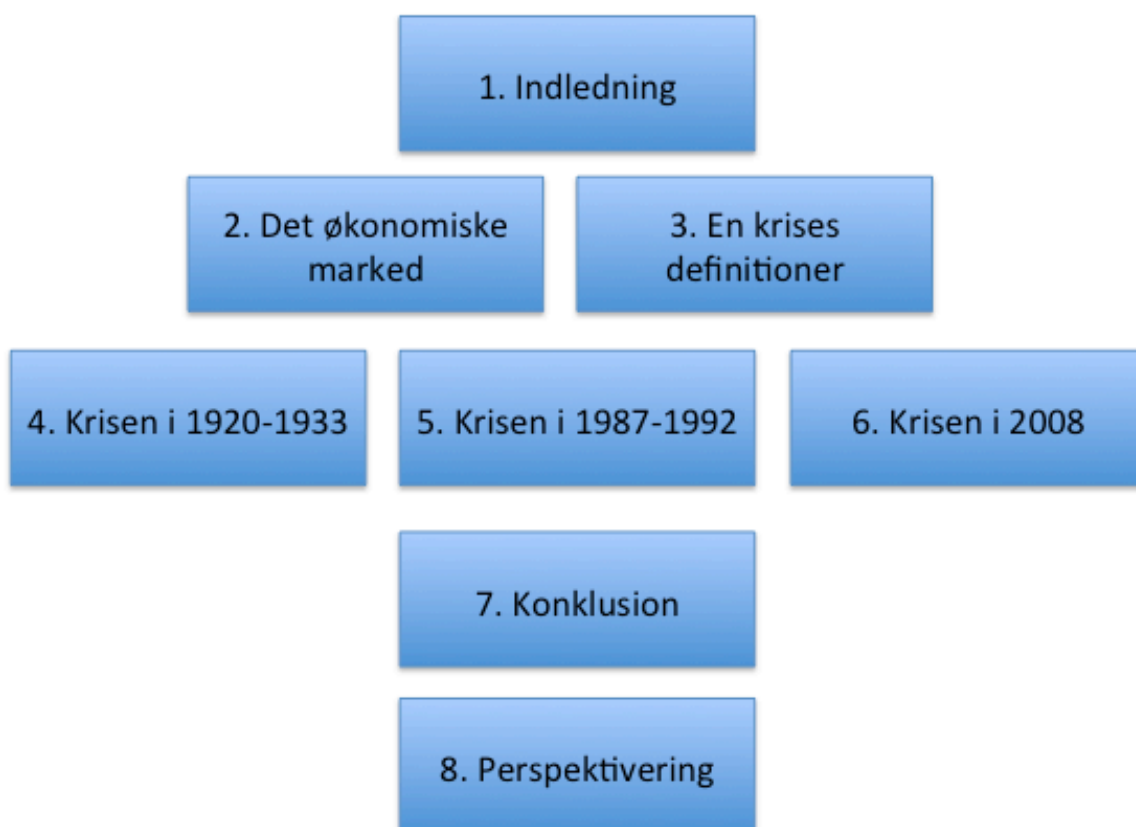
Da afhandlingen har til formål at analysere, hvordan markederne agerer forud for en krise, vil der ikke blive analyseret på de politiske tiltag, der blev gjort under og efter krisen.

Boligmarkedet består af tre kategorier; Eje- leje- og andelsboliger. Da man under en krise tager udgangspunkt i ejerboligmarkedet og prisændringerne på dette marked, vil dette ligeledes være omdrejningspunktet i denne afhandling. Leje- og andelsboligmarkedet vil derfor ikke blive belyst.

Som afsnit 2.3 belyser, er data på sammenhæng mellem huspriser og forbrug meget begrænset, og en egentlig sammenhæng kan først dokumenteres fra år 2000. Forbrugsmarkedet vil derfor ikke blive analyseret for de første to kriser men udelukkende blive analyseret i forhold til krisen i 2008.

1.5 Disposition

Afhandlingen er opbygget som vist i figur 1. Boligmarkedet samt forbrugsmarkedet gennemgås i kapitel 2, da forståelsen for disse markeder er nødvendig i forhold til analysen. Kapitel 3 danner den teoretiske baggrund for analyserne i de efterfølgende kapitler, som følger i kapitel 4, 5 og 6, hvor de respektive kriser bliver analyseret individuelt. Kapitel 7 indeholder en konklusion, der opsummerer analysens resultater. Afhandlingen afsluttes med kapitel 8, der omfatter en perspektivering til andre relevante problemstillinger inden for afhandlingens problemfelt.



Figur 1: Disposition over afhandlingens indhold

Kapitel 2 - Det økonomiske marked

Det økonomiske marked kan opdeles i tre hovedmarkeder; boligmarkedet, det finansielle marked og forbrugsmarkedet. Alle markederne er både hver for sig og til sammen komplekse markeder, men specielt boligmarkedet spiller en væsentlig rolle i den kompleksitet. Derfor vil afhandlingen starte med en introduktion til dette marked samt et overblik og en forståelse, som er nødvendig for analyserne og konklusionerne i de resterende afsnit.

2.1 Boligmarkedet

En bolig kan antage flere former for goder. Det kan være et investeringsgode, men det kan også være et forbrugsgode. Denne form for ”dobbelt-gode” er med til at gøre boligmarkedet unikt og svært at analysere. Det danske boligmarked består af tre aktører; Ejer-, leje- og andelsboliger men jf. kapitel 1.3 beskæftiger denne afhandling sig udelukkende med ejerboligmarkedet.

Ejerboliger findes i mange størrelser, lige fra etværelseslejligheder til store palæer med slotshave. Der er fri prisfastsættelse på markedet, hvilket bevirker, at sælger selv kan sætte udbudsprisen. Det er dog ikke altid realistisk med egne bud, da sælger ofte har en tendens til at mene, at boligen er mere værd end markedet er villig til at betale.

Dette skyldes ligeledes, at forskellige aspekter ved en bolig har forskellig værdi for forskellige købere.

2.1.1 Den boligøkonomiske grundmodel

Den boligøkonomiske grundmodel er en model udarbejdet af de to økonomer DiPasquale & Wheaton (1996). Modellen kan ikke give et konkret svar på, hvad en given bolig skal koste, men den kan hjælpe med at bestemme, hvorvidt der er ligevægt i markedet, og den har derfor relevans i forhold til forståelsen for dannelsen af boligpriser og i sidste ende markedets reaktion på ændringer til de faktorer, der danner boligpriserne.

Boligmarkedet vil være i ligevægt, hvis udbud og efterspørgsel er lig hinanden. Da boligen er et ”dobbelt-gode”, bevirker det, at denne ligevægt skal være til stede på to forskellige markedsrelaterede aspekter, før boligmarkedet som helhed er i ligevægt.

Det første markedsaspekt omhandler boligen som et forbrugsgode. Her er udbuddet af boliger givet, og efterspørgslen skal derfor bestemmes ud fra lejeomkostninger og andre exogene faktorer. Disse exogene faktorer benævnes ”fundamentals” og omtales i kapitel 2.1.2.

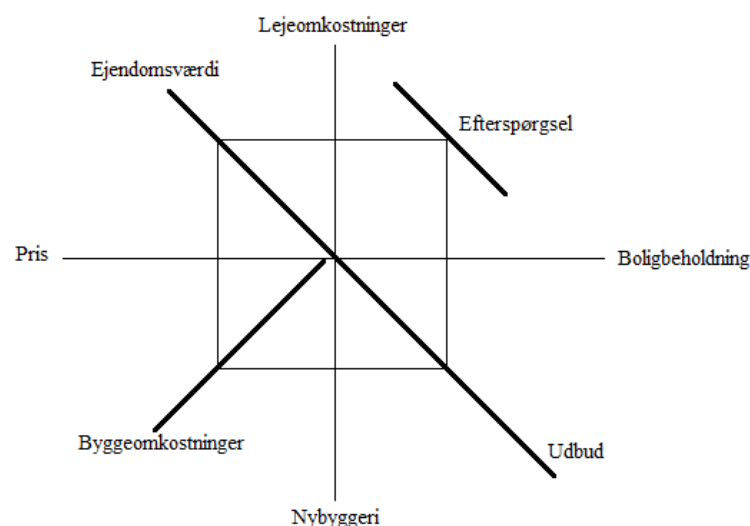
Prisdannelsen på dette markedsaspekt opstår, når prisen når det niveau, hvor udbud og efterspørgsel er lig hinanden (DiPasqual & Wheaton, 1996).

Den andet markedsaspekt omhandler boligen som et investeringsgode. Her sker prisdannelsen ved at sammenholde prisen på en eksisterende bolig mod prisen på at bygge en ny bolig. Hvis prisen på eksisterende boliger er højere end prisen på opførelsen af en ny bolig, vil efterspørgslen efter nybyggeri stige, men hvis prisen på eksisterende boliger er lavere, vil efterspørgslen falde. Ligevægten opstår derved på dette marked, når prisen på nybyggeri er lig prisen på en eksisterende bolig.

Forbindelsen mellem de to markedsaspekter og den endelige prisdannelse er lejen på boligen. Som det ses i figur 2 kan de to markeder og de fire kategorier stilles op i en grafisk ligevægtsmodel, og linket, der binder dem sammen, er lejen.

Lejeomkostningerne bestemmer sammen med fundamentals prisen på boligmarkedet, som herefter angiver forholdet mellem nybyggeri og eksisterende boliger. Dette angiver efterfølgende udbuddet af boliger.

Som det ses i figur 2 vil en forskydning af en af de fire parametre medføre, at markedet ikke er i ligevægt på kort sigt, men på lang sigt vil markedet finde frem til en ny ”firkant” og dermed komme i ligevægt igen.



Figur 2: Den boligøkonomiske grundmodel (DiPasqual & Wheaton, 1996)

2.1.2 Fundamentals

Fundamentals er betegnelsen for de exogene makroøkonomiske faktorer, som påvirker boligpriserne. Ifølge økonomen André (2010) påvirkes boligprisdannelsen af seks faktorer, hvor fem af dem påvirker efterspørgselskurven mens udbudskurven påvirkes af en enkelt faktor.

Ifølge André (2010) består efterspørgselskurvens fundamentals af disponible indkomst, renten, lånemuligheder, demografi samt prisforventninger. Udbudskurvens fundamental består af nybyggeri.

Disponibel indkomst

Husholdningens indkomst har en stor indflydelse på efterspørgselskurven, da den påvirker mange andre faktorer. Den er bl.a. med til at bestemme, hvor stor en udgift boligomkostningerne må være i budgettet, da den bestemmer, hvilke lånemuligheder der er til rådighed, og i sidste ende er det den, der skal tilbagebetale det lån, der optages til boligkøbet. Den disponible indkomst påvirkes selv af to faktorer, bruttoindkomsten og arbejdsløshed. Den disponible indkomst vil være mindre, hvis arbejdsløsheden er høj, da dette bevirker, at den samlede indkomst er lavere. Arbejdsløshed har derfor indirekte en negativ effekt på boligefterspørgslen, hvilket bevirker, at når arbejdsløsheden stiger, falder efterspørgslen på boliger.

Ligeledes har bruttoindkomsten en positiv effekt på efterspørgslen, da en stigning i denne vil medføre en stigning i den disponible indkomst, hvilket vil føre til mulighed for optagelse af større lån.

Overordnet set vil den disponible indkomst dermed have en positiv effekt på efterspørgslen, hvis bruttoindkomstens stigning er større end stigning i arbejdsløshed, og en negativ effekt hvis ligningen forekommer med omvendt fortegn (André, 2010).

Renten

Renten er ligeledes en af de fundamentals, der har stor effekt på boligefterspørgslen. Når renten falder, bliver denne del af et boliglån billigere, hvilket medfører mulighed for optagelse af et større lån. Efterspørgslen vil derfor stige, hvis renten falder, da dette vil medføre lavere krav til låntagers kreditværdighed samt lavere ydelser for låntager. Renten vil derfor være negativ korreleret med efterspørgslen af boliger (André, 2010).

Lånemuligheder

På et individuelt plan er det fordelagtigt jo flere lånemuligheder, man har. Dette bevirker, at der er større konkurrence mellem långiverne, og mange låntagere mener, at de ved den øgede konkurrence får ”billigere lån”. Her må det dog korrigeres: Der findes ikke billige lån! Når renten falder, bliver denne del af lånet ganske rigtigt billigere, men det er samtidig med til at øge efterspørgslen på låneprodukter, hvilket medfører pres på låneomkostningerne, da udbuddet har svært ved at følge med.

Lånemarkedet er et komplekst marked, og manglende viden er derfor ikke unormalt blandt låntagerne. Mange lånemuligheder kan medføre manglende overskuelighed over risici ved respektive låneformer hos både låntager og långiver. Alligevel vil udbuddet af lånemuligheder have en positiv effekt på boligefterspørgslen ved, at jo større udbuddet er, desto flere lån kan der udstedes (André, 2010).

Demografi

På kort sigt har demografi en effekt på boligpriserne. Fordelingen af aldersgrupper og familiesammensætninger har meget at sige i forhold til efterspørgslen af boliger i et givent område, da det er med til at diktere, hvilke boliger der efterspørges. I Danmark går man mod en tendens, hvor befolkningen bliver ældre og ældre, andelen af fraskilte enlige stiger og flere unge søger boliger, hvilket giver et yderligere pres på boligmarkedet. Jo flere mennesker, der leder efter bolig i samme område, desto større forskel vil der blive på udbud og efterspørgsel, da udbuddet ikke vil kunne følge med den stigende efterspørgsel på kort sigt. Der er dog uenigheder om, hvor signifikant en faktor demografi er, da den på kort sigt vil medføre stigende efterspørgsel men på lang sigt vil den ikke have nogen effekt, da udbuddet kan tilpasse sig herefter (André, 2010).

Prisforventninger

Forventninger, hvad enten de er positive eller negative, vil altid have en effekt på det, der forventes noget om eller af. Det samme gør sig gældende for boligpriserne. Hvis forventningerne til boligpriserne er, at disse vil stige i de kommende år, er der mange, der vælger at købe boligen nu frem for eksempelvis om to år, da de er bange for, at de ikke vil have råd til at komme ind på boligmarkedet eller få erstattet det, de har i forvejen, hvis de venter.

Forventninger til boligprisudviklingen adskiller sig fra de andre faktorer ved at være bagudrettet. Boligprisernes udvikling gennem de seneste år bestemmer forventningen for de kommende år. På kort sigt vil denne korrelation mellem datidens og fremtidens boligpriser være positiv, dvs. hvis der har været en positiv prisforandring de senere år, vil forventningerne til de kommende års prisforandringer

også være positive. Korrelationen er dog aftagende jo længere tilbage, man går, og på lang sigt er korrelationen negativ, da markedet på lang sigt vil gå mod ligevægtspriser (Hort, 2000).

Nybyggeri

Nybyggeri er den enkelte faktor, der påvirker udbudskurven. Nybyggeri er i sig selv bestemt at yderligere faktorer, man da disse er lokalt bestemt, er det ikke muligt at lave en generel bestemmelse af disse faktorer. Profitabilitet må dog antages at have en påvirkning, da det ikke kan tænkes, at virksomheder vil igangsætte et byggeri, hvis ikke det er profitabelt på sigt.

Som vist i figur 2 vil et skift i udbudskurven forårsages af skift i både efterspørgselskurven samt ejendomsværdikurven, da langtidsligevægten vil findes, hvor prisen på eksisterende bolig er lig prisen på nybyggeri. Økonomen James Tobin definerede i første omgang nedenstående sammenhæng på det finansielle marked, men denne sammenhæng er efterfølgende blevet overført til boligmarkedet og kendes som Tobin's Q. Denne er bestemt ved nedenstående formel;

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Markedspris for eksisterende bolig}}{\text{Markedspris for nybygget bolig}}$$

Hvis Tobin's $Q > 1$ er det billigere at bygge et nyt hus, hvilket medfører, at udbuddet stiger. Hvis Tobin's $Q < 1$ er det billigere at erhverve sig et eksisterende hus på markedet, og udbuddet vil derfor forblive det samme. I ligevægt vil Tobin's $Q = 1$, da markedet her vil være prismæssigt indifferent, om man bygger et nyt hus og lader udbuddet stige eller om man erhverve sig en bolig, der allerede eksisterer i markedet og lader udbuddet forblive konstant (Lunde, 2006).

2.2 Forbrugsmarkedet

Det er vigtigt at forstå og anerkende sammenhængen mellem de finansielle markeder, og i dette tilfælde er sammenhængen mellem forbrugsmarkedet og boligmarkedet essentielt.

Boligmarkedets påvirkning på forbrugerens evne til at forbruge er et omdiskuteret men ej synderligt veldokumenteret emne. Flere økonomer anerkender, at der er en sammenhæng mellem ændringen i boligpriser og forbrugsevnen, men det er svært at dokumentere, hvordan de to faktorer hænger sammen, da data er begrænset.

David Miles (1994) tager udgangspunkt i data fra England i et studie om sammenhængen mellem forbrugsevne og boligpriser. Her undersøger han, hvad der sker med forbruget og herigennem også opsparingskvoten, når der sker ændringer i boligpriserne. Miles argumenterer i starten af undersøgelsen for, at det er svært at forstå ved første øjekast, hvordan ændringer i boligpriser skal have nogen effekt på forbruget. Ændringer i boligpriserne har en dobbeltsidet effekt, hermed forstået at den er positiv for de boligejere, som ønsker at "trade down", forstået ved at låntager flytter fra en dyrere bolig til en billigere. Samtidig har ændringen en negativ effekt for dem, som flytter fra en billigere bolig til en dyrere. Miles (1994) argumenterer, at ved et konstant udbud af boliger vil disse effekter udligne hinanden, således at på et aggregeret niveau vil boligprisændringen ikke have nogen effekt. Miles' studie viser dog noget andet. Det viser, at der er en sammenhæng mellem boligpriser og forbrugs- og opsparingskvoten (Miles, 1994).

Studiet viser, at der er en positiv korrelation mellem boligpriser og forbrug og en negativ korrelation mellem opsparing og boligpriser, idet forbruget stiger med stigende boligpriser, mens opsparingen stiger med faldende boligpriser. Denne effekt har dog ikke eksisteret altid. Miles' studier indikerer, at det først er i slutningen af det tyvende århundrede, at forholdet mellem de to variable forholder sig således. Studierne viser, at der før 1980'erne ikke har været nogen synderlig påvirkning, og nogle resultater viser sågar, at effekten har været omvendt i 1960'erne og 1970'erne (Miles, 1994).

Miles forklarer sammenhængen ved, at når boligpriserne stiger, hæver boligejeren sin friværdi, som er opstået grundet den større markedsværdi. Denne friværdi bruges i mange tilfælde på et øget forbrug, og derved får ændringerne i huspriser en direkte og meget betydende effekt for forbruget. Han konstaterer ligeledes, at data fra de seneste år dokumenterer hans studies resultater; når huspriserne stiger, stiger forbruget, og når huspriserne falder, falder forbruget, og opsparingen stiger (Miles, 1994).

Goodhart og Hofmann (2006) har ligeledes formuleret en sammenhæng mellem boligpriser og forbrugsevne. Økonomerne argumenterer, at der skal være tale om en permanent ændring i boligpriserne

for, at den skal have en indflydelse på forbrugsevnen. Dette skyldes, at permanente ændringer påvirker den forventede livstidsformue¹. Goodhart & Hofmann (2006) argumenterer, at ændringer i den forventede livstidsformue påvirker den måde, hvorpå man opsparer og forbruger. Hvis et menneske ved, at det skal få et bestemt beløb til at række over et bestemt antal år, og dette beløb pludselig bliver mindre eller større, er det logisk, at der vil ske en ændring af den position mellem forbrug og opsparing, som blev valgt ud fra de oprindelige kriterier.

Goodhart & Hofmann mener, at det er den asymmetriske information på det finansielle marked, der gør, at boligpriserne får den store betydning for forbrugsevnen. På grund af den asymmetriske information på det finansielle marked benytter mange pengeinstitutter sig af muligheden for at tage pant i det belånte aktiv som ekstra sikkerhed. Hvis ikke realkreditinstitutterne havde dette aktiv som pant, ville det ikke være muligt for låntager at optage lån i friværdien, når husets markedsværdi oversteg gældens værdi. På denne måde ville det ikke være muligt at bruge friværdien til at øge forbruget, og derved ville huspriserne ikke have nogen effekt på forbrugsevnen og derigennem på forbrugsmarkedet. I dag er det muligt at låne i sin friværdi, hvilket mange låntagere gør, når markedet og huspriserne er i vækst. Når markedet til gengæld er nedadgående, og boligpriserne er faldende, vil der ske en stigning i opsparingen som led i, at låntagers gæld nu overstiger husets markedsværdi, og låntager derfor bliver nødsaget til at afdrage på gælden.

De to økonomiske studier omtalt ovenfor viser begge, at korrelationen mellem boligpriser og forbrugsevne først har relevans fra år 2000 og frem. Indtil år 2000 kan der ikke dokumenteres en sammenhæng mellem variablene.

¹ Lifetime wealth jf. Goodhart og Hofmann (2006).

Kapitel 3 – En krises definitioner

Dette kapitel har til formål at etablere forståelse for en række faktorer, der skal danne baggrund for analyserne af kriserne i Danmark i de efterfølgende kapitler.

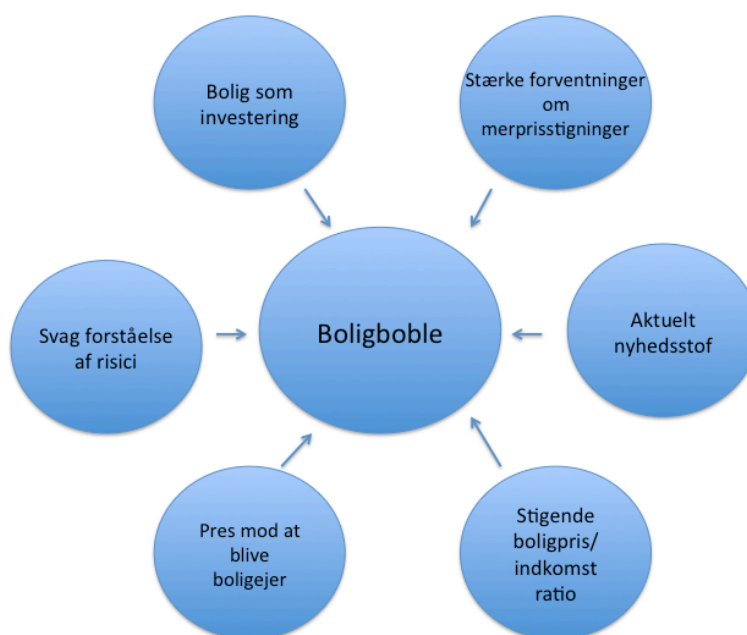
3.1 Boligkrise

Ordet ”boligkrise” er et ord med mange definitioner, da der er stor uenighed om, hvordan en boligkrise skal defineres. Med udgangspunkt afgrænsningen i kapitel 1.4 er en boligkrise defineret ved en negativ forandring på boligmarkedet. Dette kan enten være faldende boligpriser, faldende efterspørgsel, faldende udbud etc. Disse forandringer opstår enten ved en ændring i fundamentals eller når en ”boligboble brister”.

3.1.1 En boligbobles opstående

Definitionen af en boligboble er ej heller så lige til. Der er mange meninger om, hvorvidt en sådan overhovedet kan defineres via konkrete faktorer, om den kan forudsiges eller om den kan konstateres, når den er der (Lunde, 2007).

Denne afhandling tager sit udgangspunkt mht. definitionen af en boligboble i Case & Shillers definition udarbejdet i 2003. De to professorer undersøgte, hvorvidt sådanne boligbobler kunne defineres, og i så fald hvad der definerede dem. De fandt seks faktorer, der understøtter definitionen af en boligboble (Case & Shiller, 2003). Disse faktorer er illustreret grafisk i figur 3.



Figur 3: Case & Shillers seks tegn på en boligboble

Bolig som en investering

Figur 3 illustrerer, at et af de kriterier til at dokumentere, hvorvidt man befinder sig i en boligboble, er det faktum, at en bolig ses som en investering. Størstedelen af respondenter i Case & Shillers (2003) undersøgelse så et huskøb som en investering. De forbandt dermed ikke kun det at købe et hus som en forbrugsbeslutning om at have noget at bo i, men også som en investering der på sigt ville give et afkast, når huset blev solgt. En bolig vil i størstedelen af tilfældene være et ”dobbelt-gode”, og det må derfor formodes, at størstedelen ser boligen som en investering. I Case & Shillers definition tages der derfor udgangspunkt i køberens formål med boligen. Hvis køber har til formål at eje godet kun med det formål at skabe afkast, vil det blive anset for værende en investering og dermed opfylde dette kriterium (Case & Shiller, 2003).

Høje forventninger om merprisstigninger

Et andet kriterium i modellen er, at der skal være forventninger om merprisstigninger. Denne del af undersøgelsen tager sig udgangspunkt i behavioral finance, som omhandler den psykologiske del af det finansielle marked. Markedet reagerer herved ikke på faktiske finansielle tal, men på forventninger og rygter. Forventningen til huspriserne har, som en af de fem fundamentals, en stor indflydelse på, hvordan huspriserne bliver i de kommende år. Hvis befolkningen forventer en stigning i priserne, er der formentlig en del, der vælger at investere nu frem for om et år, selvom det egentlig var mere forbrugsmæssigt relevant først at foretage denne investering om et år. Disse spekulationer og forventninger til markedet kan have en stor indflydelse på at drive priserne kunstigt opad, hvilket netop er, hvad der sker under en boligboble (Case & Shiller, 2003).

Aktuelt nyhedsstof

Et tredje kriterium er det faktum, at boligpriser er noget, der interesserer størstedelen af befolkningen og på den baggrund får stor omtale i medierne. Hvis boligpriserne skal påvirkes af psykologiske faktorer, er det også nødt til at være et emne, der er let tilgængeligt og på alles læber. Case & Shillers (2003) undersøgelse viser, at ikke nok med at emnet var i fokus i medierne og formentlig et samtaleemne ved private sammenkomster, så var der specielt et emne, som gik igen i respondenternes svar; Renteudviklingen. Renteudviklingen har en stor indflydelse på låneforholdene i pengeinstitutterne, og derfor må denne også anses for relevant, når det kommer til boligpriserne. Renteudviklingen er igen en af de fundamentals, der ifølge den boligøkonomiske grundmodel ligger til grund for prisdannelsen på boligmarkedet. Der opstår dog ofte en evigtvarende diskussion, når man taler renteudvikling og mængden af boliglån. Det kan nemlig diskuteres, hvad der kom først, men faktum er, at boligpriserne

ikke kan stige, hvis ikke lånemulighederne findes til at understøtte mængden af udlån, men samtidig vil lånemulighederne ikke være til stede, hvis ikke der var efterspørgsel efter dem (Case & Shiller, 2003).

Stigende boligpris/indkomst ratio

Et fjerde kriterium er forholdet mellem boligpriserne og indkomsten, som matematisk udtrykkes som;

$$\text{Ratio} = \frac{\text{Boligpris}}{\text{Indkomst}}.$$

Hvis denne faktor stiger, fordi boligpriserne stiger mere end indkomsten, kan låntageren komme i situationer, hvor det bliver sværere og sværere at låne til drømmeboligen, da indkomsten ikke er fulgt med boligpriserne, og derfor kan man ikke blive godkendt til særlig store lån. Det samme gør sig gældende, hvis ratioen er stigende grundet fald i indkomsten (Case & Shiller, 2003).

Pres mod at blive boligejer

Et femte kriterium er presset mod at blive boligejer. Denne faktor afspejler opfyldelsen af forventninger om merprisstigninger. Hvis markedet forventer, at der vil ske en merprisstigning, er det klart, at folk vil slå til og investere med det samme, da investering i ejerbolig hermed vil fremstå som et fordelagtigt investeringsgode. Der vil derfor hurtigt komme flere aktører på markedet end der er under normale omstændigheder, og mange sælgere vil have mulighed for at få et ekstraordinært afkast på deres bolig, da nye købere er villige til at betale en højere pris end under ”normale” markedsvilkår.

Ligeledes lægger stigende boligpriser et pres på førstegangskøberne, idet mange ikke tør vente med at købe bolig, da dette kan betyde, at muligheden ikke længere er der, fordi den givne bolig er blevet for dyr i forhold til låntagernes indkomst (Case & Shiller, 2003).

Svag forståelse af risici

Et sjette kriterium er aktørernes manglende forståelse for risici. Generelt når et markeds efterspørgsel falder og udbuddet ikke falder tilsvarende, vil man forvente, at priserne vil falde. Dette er ikke tilfældet på boligmarkedet ifølge respondenterne i undersøgelsen. Her vil man fastholde sin pris indtil der er nogen, der er villige til at betale den. Det understreger blot, at respondenterne ser et boligkøb som en investering med lave risici. Hvad de dog ikke tager højde for, og som Case & Shiller ligeledes påpeger er, at hvis boligmarkedet går i stå, dvs. der bliver solgt færre og færre boliger, har det ikke kun en indflydelse på selve boligmarkedet men på hele det økonomiske marked. Hvis boligmarkedet går i stå, vil der være boligejere, der sidder med gæld, hvor gælden er højere end boligens værdi, og disse vil

derfor være teknisk insolvente. Dette vil få deres boligpris/indkomst ratio til at falde, hvilket vil sætte deres betalingsevne under pres. Ligeledes vil det have en påvirkning på forbrugsevnen jf. kapitel 2.2.

3.1.2 Krisen opstår

Boligkrisen opstår, når boligboblen brister. Når de tårnhøje forventninger og spekulationer omkring priserne ikke kan indfries, og når risikoen bliver en realitet. Krisen opstår, når udbuddet overstiges af efterspørgslen, fordi alle sidder i samme situation; Man har ikke råd til at flytte med mindre man kan få en bestemt pris for boligen. Denne pris er ikke realistisk i forhold til resten af markedet, og i stedet for at sætte prisen ned, bliver man hellere boende og tager tabene selv. Man fastholder prisen, for på et eller andet tidspunkt må der være nogen, der er villige til at betale den. Hvis markedet er ”koldt”, er der færre købere, hvilket giver lavere priser og i sidste ende færre salg, da det gør mere ”ondt” på sælger at sælge i dårlige tider end at blive siddende i boligen (Leamer 2007).

Hvad der præcist får boblen til at briste, er der flere mulige scenarier på. Det kan enten være et makroøkonomisk chok til markedet, men det kan ligeledes være et resultat af et mættet marked.

3.1.3 Boligkrise uden en boligboble

Hvis en boligboble brister, vil der opstå en boligkrise. Alt andet er uundgåeligt. Der kan dog også opstå boligkriser, selvom markedet ikke har været ramt af en boligboble forinden.

En boligkrise opstår hovedsageligt, når udbuddet er større end efterspørgslen, og de udbudte boliger derfor bliver nødt til at blive sat ned i pris for at kunne blive solgt. Dette medfører, at mange boligejere sidder tilbage med en gæld, der er større end hvad de vil kunne sælge boligen for, og de bliver derfor teknisk insolvente. Dette får de fleste boligejere til at blive boende i boligen, da det psykologisk vil være hårdere at realisere det tab, der vil fremkomme ved et salg end det vil være at blive boende, vel vidende at man er teknisk insolvent (Leamer, 2007).

Boligefterspørgslen påvirkes af fundamentals, som er parametre, man har bevist har en indflydelse på boligefterspørgslen. Ethvert drastisk fald, eller et chok, i de givne parametre, kan udløse en boligkrise.

En anden indikation på en boligkrise er mængden af tvangsauktioner. Det økonomiske marked er tæt forbundet, og der kan derfor ske ændringer på eksempelvis det finansielle marked, som gør, at mange boligejere mister deres bolig på en tvangsauktion. Stigning i tvangsauktioner er et tegn på, at boligejeren ikke har været i stand til at overholde sine forpligtigelser over for långiver. I forbindelse med boliglån

bliver den belånte bolig brugt som pant for långiver, og hermed har långiver ret til at sælge boligen, hvis ikke låntager har mulighed for at indfri sine forpligtigelser til tiden. Dette betyder dog ikke, at gælden forsvinder, når det pantsatte bliver realiseret. Oftest vil boligen ikke blive solgt på en tvangsauktion til den værdi, som gælden i boligen udgør. Låntager vil i sådanne tilfælde stå tilbage med en gæld, der ganske vidst er mindre end før boligen blev solgt, men som stadig eksisterer. Forskellen er nu, at långiver ikke har mulighed for at optage pant i et aktiv, da dette er solgt, og det resterende lån bliver derfor oftest omlagt til et lån med højere rente end et boliglån, da långiver må afdække risikoen med en højere rente. Det er derfor aldrig fordelagtigt for låntager, når en misligholdelse i forpligtigelserne fører til en tvangsauktion. Ligeledes er det ej heller fordelagtigt for långiver, da tvangsauktioner ofte medfører store nedskrivelser.

3.2 Finanskrise

Igennem tiden er der blevet udviklet teorier og definitioner af, hvad en finanskrise er, og hvordan fænomenet bør defineres. Mange er enige om, at finanskriser kan have forskellige årsager, og derfor også karakteriseres forskelligt. Nogle økonomer mener, at der er tale om en finanskrise, når finansielle aktiver pludselig taber en stor del af deres nominelle værdi, mens andre mener, at der er tale om en finanskrise, når finansielle virksomheder ikke kan leve op til de forpligtigelser, de har overfor markedet.

Denne afhandling tager udgangspunkt i fire hovedteorier, business cycle-teorien, udvidet kreditmuligheder samt skift i den økonomiske struktur. Disse fire hovedteorier er valgt, fordi de både er meget forskellige men samtidig underbygger hinanden.

Business cycle-teorien analyserer måden, hvorpå der kan opstå en krise på det finansielle marked. De giver ikke et svar på, hvad der fører til disse ændringer i markedet men blot en analyse af, hvilke ændringer i hovedtræk, der medfører en finansiell krise. De resterende teorier analyserer derimod hvilke faktorer, der kan føre til en finansiell krise, og dermed mere specifikt hvad man skal være opmærksom på i markedet.

3.2.1 Business cycle-teorien

Denne teori argumenterer, at der er en tæt forbindelse mellem konjunktursvingninger og finansielle kriser. Teorien beskriver forløbet op til en finansiell krise, som starter med et begyndende konjunkturopsving. Dette medfører nye indtjeningsmuligheder ved nye investeringer, og når antallet af investeringer stiger, stiger priserne på de produkter, som investeringerne tilhører.

Forudsat at omkostningerne forbliver det samme som før investeringer eller blot at omkostningerne stiger mindre end priserne, medfører stigende priser stigende profit, som igen leder til nye investeringer og spekulationer. Et gammelt ordsprog siger, at ”mere vil have mere”, og det samme gælder låntagerne, når man taler nye investeringer. Profitstigning betyder fremgang i markedet, og så gælder det om at udnytte det. Låntagernes gældsfinansiering stiger, hvilket medfører en stigning i långivers kreditudvidelse. Dette fører i sidste ende til finansiell usikkerhed, som i værste fald kan føre til, at betalingssystemet bryder sammen (Hansen, 1996).

Business cycle-teorien argumenterer dermed, at en finansiell krise starter under et konjunkturopsving, hvor låntager investerer ved hjælp af lånefinansiering. Når konjunkturerne vender, er långiver nødt til at hæve renterne på udlån, og låntager vil i værste fald ikke have mulighed for at overholde sine forpligtigelser (Hansen, 1996).

Udvidet kreditmuligheder

Hyman Minsky var en velrenommeret og respekteret økonom, som i 1960'erne og 1970'erne hjalp med at sætte ord på sammenhæng mellem usikkerheden på det finansielle marked og den normale livscyklus i en økonomi. I følge Minsky er business cyclen en standard feature på det økonomiske marked, hvor stigninger i investeringer medfører stigninger i husholdningsindkomster og dermed positiv vækst i BNP. Minskys analyser hjælper med at besvare spørgsmålene om, hvordan økonomiske kriser kan opstå, hvis markedet er en del af en allerede forudbestemt business cycle. Han forklarer det med udbuddet af kredit, som han mener er en pro-cyklisk faktor. Herved forstås, at kreditmulighedernes cyklus starter ændringer før business cyclen. Minsky argumenterer, at når økonomien er god og i opadgående kurve, således er kreditmulighederne det også. Han forklarer det med, at under ekspansiv økonomisk vækst bliver investorer mere optimistiske, hvilket medfører opjusteringer af sandsynligheden for succes på en række investeringer, som igen fører til yderligere behov og lyst til at låne til at foretage flere investeringer. Denne nedjustering af risiko på både portefølje- og enkelte projekter gør, at investorerne er villige til at optage investeringer, som de før ikke har fundet profitable (Kindleberg & Aliber, 2011).

Med udgangspunkt i business cycle-teorien virker ovenstående som en fornuftig teori. Ifølge denne teori vil husholdningernes indkomster stige med efterfølgende stigende vækst i BNP, og dermed er det en fordel for alle. Problemet opstår, når økonomien vender. Økonomiens vækstkurve er tæt forbundet med investorenes risikovillighed. Når vækstkurven derfor er faldende eller blot mindre stigende end tidligere, falder investorenes risikovillighed ligeledes, da de vil begynde at realisere tab på de store lån, de har optaget i fremgangsperioderne. Dette medfører, at kreditmulighederne ligeledes svinder ind, da det bliver sværere og sværere for låntagere at tilbagebetale.

Minsky har dermed udbygget business cycle-teorien, idet han ligeledes mener, at det er konjunktursvingningerne, der er med til at skabe kriserne, men han mener også, at det er stigningen i kreditmuligheder ved god økonomisk vækst og det efterfølgende fald i kreditmuligheder, når væksten er faldende, som gør det muligt for konjunktoren at have en påvirkning på den finansielle stabilitet (Kindleberg & Aliber, 2011).

3.2.2 Skift i den økonomiske struktur

Finansielle kriser fremkommer som et resultat af ikke-forventede forandringer i den økonomiske struktur, et økonomisk chok. Disse chok medfører oftest tab på udlån til projekter, som grundet chokket har fået reduceret sin rentabilitet eller i værste fald slet ikke er rentabel længere (Østrup, 2008).

Frederic S. Mishkin, økonom og professor med fokus på pengepolitik og dennes effekt på det finansielle marked og den aggregerede økonomi (Federal Reserve History) argumenterer, at disse økonomiske chok alle er afhængige af den asymmetriske information, der findes på det finansielle marked. Han argumenterer, at hvis ikke det finansielle marked var præget af asymmetrisk information, ville økonomiske chok ikke have mulighed for at påvirke økonomien i en sådan grad, at en krise opstår.

Asymmetrisk information

Mishkin argumenterer, at det finansielle marked er essentiel for den samlede økonomi. Det finansielle markedes funktion er at kanalisere likviditet til både individer og virksomheder, der har mulighed for at foretage produktive investeringer. Hvis det finansielle marked ikke udfører denne rolle, kan økonomien ikke operere effektivt, hvilket medfører, at det ikke er muligt at opnå økonomisk vækst (Mishkin, 1999). Mishkin argumenterer herefter, at når der opstår finansiell ustabilitet, skyldes det, at der opstår asymmetrisk information på markedet.

Asymmetrisk information opstår, når en af parterne i et samarbejde har en viden, som den anden part ikke har. Denne situation kan både opstå før en aftale indgås, og kaldes i så fald ”adverse selection”, eller den kan opstå efter aftalen er indgået og kaldes i så fald ”moral hazard”.

På det finansielle marked opstår adverse selection ved, at låntager ved mere om det projekt, de gerne vil låne penge til end långiver gør. I disse tilfælde er det oftest de investorer med det mest risikofulde projekt, der er villige til at låne penge, også til en høj rente. Dette skyldes, at risikovillige investorer oftest påtager sig investeringer med så høj risiko, så hvis projektet lykkes, vil det ikke være noget problem at tilbagebetale lånet på trods af den høje rente. Til gengæld er sandsynligheden for succes oftest mindre end ved mindre risikofulde projekter, hvilket gør sandsynligheden for, at investor kan tilbagebetale lånet endnu mindre. Dette fører til det såkaldte *lemon problem* (Mishkin, 1999).

Lemon problemet blev introduceret i 1970 af George A. Akerlof, og udtrykket ”lemon” anvendes som betegnelse for et ringere aktiv. Akerlof brugte eksemplet med brugte biler til at forklare den asymmetriske information på det finansielle marked. Når man køber en bil med den information, man nu engang har, når man køber bilen, er der q procent sandsynlighed for, at man køber en god bil og $(1-q)$ procent sandsynlighed for, at man køber en dårlig bil (en ”lemon”). Efter at have ejet bilen over en længere tid, har ejeren mere information om, hvorvidt hans bil er en god bil eller en lemon. Når ejeren efterfølgende vælger at sælge sin bil på brugtbilsmarkedet, opstår risikoen for asymmetrisk information. I dette eksempel illustreret ved, at ejeren og nu sælgeren har en større viden om, hvorvidt den købte bil er en lemon eller ej, og dermed besidder mere information end den nye køber (Akerlof, 1970).

Dette problem kan overføres til det finansielle marked ved, at långiver ved mindre om projektet, der udlånes penge til, end låntager gør. Långiver har derved sværere ved at bedømme, om projektet er et godt projekt eller en lemon.

Adverse selection kan undgås ved udførelse af screeningsprocesser. Herved vil man få en større sandsynlighed for, at man ikke udlåner til et alt for risikabelt projekt og derved mindske den asymmetriske information mellem låntager og långiver.

Den anden form for asymmetrisk information betegnes moral hazard og opstår efter forpligtelserne er indgået. En långiver er udsat for moral hazard, hvis låntager efter indgåelse af aftalen indgår i aktiviteter, som ikke er i tråd med långivers ønsker og som kan risikere at være skyld i, at låntager ikke kan tilbagebetale de forpligtelser, vedkommende har over for långiver. For at undgå moral hazard

bliver der ofte stillet krav fra långivers side om, hvilket formål lånet må bruges til samtidig med, at långiver overvåger låntagers aktivitet omkring lånet. Pengeinstitutter bruger ligeledes moral hazard som baggrund for at optage pant i det belånte aktiv. Herved sikrer instituttet, at de lånte penge går til det oprindelige formål (Mishkin, 1999).

Asymmetrisk information kan ligeledes medføre et free-rider problem. Herved forstås, at nogle investorer udnytter den information, som andre investorer har indsamlet, og derved opnår de oprindelige investorer ikke den fordel, den indsamlede information skulle give. Dette gør sig udelukkende gældende på transaktioner, der omhandler offentlig handlede aktier og virksomheder, da al information her skal være frit tilgængeligt (Mishkin, 1999).

Mishkin argumenterer, at det er den asymmetriske information, der er skyld i, at de økonomiske chok kan have så stor effekt på det finansielle marked, og hans analyser viser, at chokkene kan inddeles i fire kategorier, som alle kan føre til finansiell ustabilitet på markedet. Disse fire kategorier omfatter stigning i renteniveauet, aktivers påvirkning på balancen, problemer i banksektoren samt stigning i usikkerhed. Faktorerne er delt op i kategorier, men det betyder ikke, at de ikke indbyrdes kan påvirke hinanden, og at der kun opstår en form for chok af gangen. Det ene chok fører oftest til det andet, og det er ikke usædvanligt, at alle fire kategorier er i spil på den ene eller den anden måde under en finansiell krise (Mishkin, 1997).

Stigning i renteniveauet

Mishkin argumenter, at et stigende renteniveau medfører større asymmetrisk information på markedet (Mishkin, 1997). Jo højere renten er, desto større er risikoen for, at långiver udlåner til et meget risikofyldt projekt. Jo højere renterne er, desto mere risikoavers bliver långiver, og mange vælger i den forbindelse at skære ned i mængden af udlån, hvis det er svært at skelne mellem de gode og de dårlige projekter. Dette medfører, at efterspørgsel/udbud ratioen stiger, forudsat at efterspørgslen forbliver den samme eller i værste fald stiger yderligere, mens udbuddet falder. Nedsikring i udlån medfører, at der er gode projekter som risikerer ikke at have mulighed for at blive finansieret. I sådanne tilfælde kan det føre til nedsikring på arbejdspladser, som medfører stigning i arbejdsløsheden. Arbejdsløsheden er en af de parametre, som indirekte påvirker efterspørgslen på boliger, og derved kan den asymmetriske information medføre ikke blot krise på det finansielle marked men ligeledes på boligmarkedet.

Afvisningen af gode projekter kan ligeledes føre til, at långiver ikke kan betale de forpligtigelser, de har over for låntager, fordi det var forventet, at det skulle gøres med profitten fra det givne projekt. I

sådanne tilfælde vil flere låntagere misligholde deres forpligtigelser, hvilket vil have en yderligere påvirkning på udlånskvoten, da dette vil medføre tab for långiver. Hvis det medfører, at långiver i form af pengeinstitutter ikke selv kan tilbagebetale deres forpligtigelser, eksempelvis til udenlandske investorer, og Nationalbanken ikke kan indgå som lender of last resort, må institutterne erklæres konkurs, hvilket kan have fatale følger for stabiliteten på det finansielle marked.

Aktiverne på balancens værdi

Asymmetrisk information påvirker balancens aktiver, da det er grundet den asymmetriske information, at långiver vælger at optage pant i det belånte aktiv. Dette gøres for ikke at mindske risici i forhold til låntagers beslutninger, da det pantsatte aktiv består som sikkerhed for långivers udestående. I tilfælde af misligholdelse kan långiver omsætte det pantsatte aktiv til likviditet, og dermed mindskes långivers risiko over for engagementet med låntager.

Långiver kan både tage pant i et aktiv eller i en låntagers formue som sikkerhed for deres udestående. Alle faktorer, der påvirker enten aktiverne eller formuen, kan være skyld i en stigning i adverse selection på det finansielle marked. Eksempelvis vil et fald i aktiemarkedet have stor indflydelse på værdien af en låntagers formue, forudsat at denne er bestående af aktier, og dermed vil der komme stigende asymmetrisk information på markedet (Mishkin, 1997).

Der er to aspekter, der betegnes som essentielle for aktivernes værdi; inflation og lån i fremmed valuta. Inflationen dikterer aktivernes værdi som følge af dens påvirkning på valutaens værdi. Et kraftig fald i inflationen medfører et fald i låntagers formue, da bl.a. de pantsatte aktiver bliver mindre værd, da faldende priser medfører deflation.

Lande med nogenlunde konstant inflation udlåner ofte lån med lang løbetid, da risikoen for en markant ændring af låntagers formues værdi er forholdsvis usandsynlig. Derimod har lande med store udsving i inflationen ofte kun lån med kort løbetid for ikke at ende i en situation, hvor formuen falder kraftigt, og man pludselig står med en højere andel af gæld i forhold til formuen (Mishkin, 1999). Jo større fald i inflationen, desto større er risikoen for en finansiell krise. Dette skyldes, at når inflationen falder, falder værdistigningen i de pantsatte aktiver også, men gældens værdi består, og derved opstår situationer, hvor gælden overstiger låntagers formue. En finansiell krise opstår derved, når en langvarig periode med høj inflation og derved stigende priser, afløses af en periode med lavere inflation (Østrup, 2008).

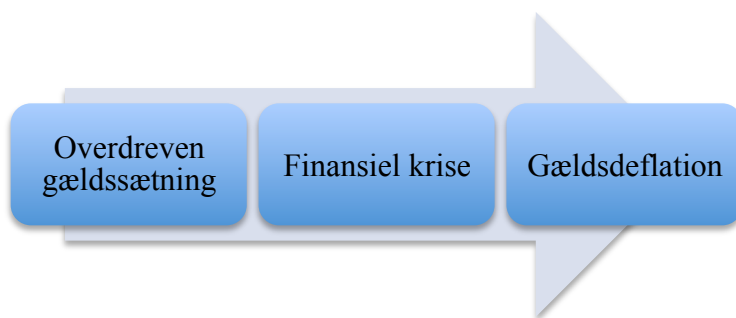
Det andet aspekt, som er essentielt for aktivernes værdi, er lån i fremmed valuta. Mange låntagere på det finansielle marked vælger at foretage deres lån i udenlandsk valuta, da dette for mange oftest er

forbundet med en større sikkerhed. En ikke-forventet ændring i den givne valutakurs kan derfor både være positiv men også farlig for den givne låntager. Et fald i valutakursen, således at den lokale valuta og den udenlandske valuta nærmer sig hinanden i værdi, er positivt hvis den udenlandske valuta i forvejen er overvurderet i forhold til den lokale, da realværdien af gælden hermed vil falde. Derimod er den negativ, hvis det gør gælden mere værd, dvs. realværdien af gælden stiger (Eichengreen & Hausmann, 1999).

Inflation og lån i fremmed valuta er derfor begge med til at øge sårbarheden i økonomien over for de økonomiske chok, da begge vil være stigende under højkonjunktur, og ved krisens indtræden vil de begge medføre gældsdeflation.

Gældsdeflation

Irvin Fishers teori om gældsdeflation illustreres ved nedenstående figur. Figuren viser Fishers svar på, hvorfor en finansiell krise opstår. Fisher argumenterer, at en overdreven gældssætning inden krisen medfører en gældsdeflation under krisen, og han argumenterer, at disse to faktorer er vigtige i forståelsen af finansielle kriser (Fisher, 1933).



Figur 4: Dominerende faktorer ved en finansiell krise ifølge Fisher.

Fisher argumenterer, at den overdrevne gældssætning opstår som følge af et boom, og at den finansielle krise opstår, når dette boom forsvinder.

Overdreven gældssætning forstås ved, at andelen af gæld i forhold til låntagers formue er unaturlig høj, og at gælden ikke kan tilbagebetales via låntagers formue eller det pantsatte aktiv (Fisher, 1933). Overdreven gældssætning kan opstå af mange årsager, men den mest udbredte er, når der opstår nye investeringsmuligheder til at investere i projekter, som har en større forventet profit og afkast sammenlignet med lignende ordinære projekter. Dette opstår oftest som følge af nye opfindelser, nye industrier, udvikling af nye ressourcer og/eller ved åbning af nye markeder. Herved ser investorerne en mulighed for at "tjene lette penge", hvilket er en af de grundene til, at låntager ender i overdreven gældssætning (Fisher, 1993).

Efter krisen er opstået, opstår gældsdeflationen, og deflation anses derfor for den anden dominerende faktor ved en finansiell krise. Ved en deflation forstås, at der sker en forringelse af værdien af goder på markedet. Når der er tale om en gældsdeflation, sker der en forringelse af det aktiv, som långiver har taget pant i, og låntager risikere derved at blive teknisk insolvent, dvs. de ikke kan tilbagebetale gælden ved at indfri det pantsatte aktiv til långiver.

Fisher er af den overbevisning, at gæld og deflation har en meget signifikant indflydelse på alle de andre økonomiske variable på markedet. Hvis ikke disse er til stede, hvis der ikke findes gæld på markedet, og deflationen ikke opstår, vil alle andre økonomiske faktorer ikke være i stand til at skabe en krise. Han argumenterer, at overdreven gældssætning og deflation er de to hovedfaktorer, der leder de syv vigtigste sekundære variable på det finansielle marked; Prisniveau, egenkapital, profit, eksport, selvtillid hos virksomhederne, renteniveauet samt hastigheden af cirkulationen på markedet.

Fisher argumenterer, at der er en direkte påvirkning fra de to hovedfaktorer over på de sekundære faktorer. Denne påvirkning kan starte ved en direkte påvirkning på en eller flere af faktorerne, men det essentielle ved dette er, at reaktionen ikke stopper af sig selv, da de sekundære variable påvirker hinanden cyklisk. De fortsætter indtil en af hovedfaktorerne, deflation og overdreven gældssætning, får en ny påvirkning (Fisher, 1933).

Gældsdeflationen får ikke kun konsekvenser for låntager men ligeledes for långiver. Når der sker en forringelse af det pantsatte aktivs værdi, medfører det nedskrivelser på långivers aktiver. Dette kan medføre likviditetsproblemer for långiver og derved skabe ustabilitet på det finansielle marked, som i sidste ende medfører større asymmetrisk information på markedet.

Problemer i banksektoren

I størstedelen af tilfældene er det pengeinstitutter, der forekommer som långiver på det finansielle marked. Disse institutter har derfor en vigtig rolle i bekæmpelse mod asymmetrisk information på det finansielle marked. Institutterne har mulighed for at lave et solidt baggrundstjek af en mulig låntager, samtidig med at man oftest skal være kunde i det givne pengeinstitut for at kunne optage et lån, hvorved instituttet kan monitorere låntagers adfærd i forhold til lånet. Da det er pengeinstitutter, der står for størstedelen af udlåne på det finansielle marked, har disse en stor andel i bekæmpelsen af asymmetrisk information via screeningsprocesser og derved undgåelsen af finansielle kriser.

En anden måde, hvorpå banksektoren er essentiel i forhold til det finansielle marked, er i mængden af udlån. Hvis pengeinstitutternes evne til udlån pludselig er faldende, eksempelvis som følge af aktivernes fald i værdi, og de dermed yder færre og færre lån, vil det medføre et fald i investeringer og dermed i indkomsten og i BNP (Mishkin, 1997).

Et pengeinstitut oplever oftest en ustabil balance, hvis instituttet ikke har været god nok i screeningsprocessen af låntager, men der er også andre forhold, der kan gøre sig gældende ved en ustabil balance. Der er to former for forhold i banksektoren, de interne og de eksterne forhold. De eksterne forhold er makroøkonomiske forhold, som pengeinstituttet ikke har nogen indflydelse på, og som gør sig gældende for det finansielle marked som en helhed. Det være sig eksempelvis ændringer i love, ændringer i renten samt ændringer i efterspørgslen. De interne forhold er derimod individuelle forhold, som gør sig gældende hos det enkelte pengeinstitut. Interne forhold omhandler oftest corporate governance, som er den måde hvorpå en virksomhed bliver drevet, men geografi og størrelsen af pengeinstituttet spiller også en rolle. Et brud i screeningsprocessen er derfor oftest foranlediget på baggrund af dårlige interne forhold, og er derved individuel i forhold til pengeinstitutterne. Selvom de interne forhold er individuelle, kan disse stadig få konsekvenser for det samlede marked, hvis eksempelvis dårlig corporate governance medfører usikkerhed om pengeinstitutternes troværdighed (Mishkin, 1997).

Stigning i usikkerhed

Stigningen i usikkerhed blandt aktørerne på det finansielle marked kan opstå som følge af et enkelt instituts nedbrud. Stigning i usikkerhed omhandler et psykologisk aspekt, og er derfor ikke noget, der kan måles kvantitativ. Når usikkerheden stiger på et givent marked, er den oftest opstået på den simple baggrund, at låntager ikke kan skelne de nødlidende og de solvente långivere fra hinanden grundet den asymmetriske information (Mishkin, 1997).

Mennesket er et ”flokdyr” og handler derfor på baggrund af, hvad de andre i ”flokken” gør. Stigning i usikkerheden på markedet er derfor med til at give en endnu større asymmetrisk information og kan derfor være medvirkende til et stigende adverse selection problem (Mishkin, 1997).

Kapitel 4 – Krisen i 1920-1933

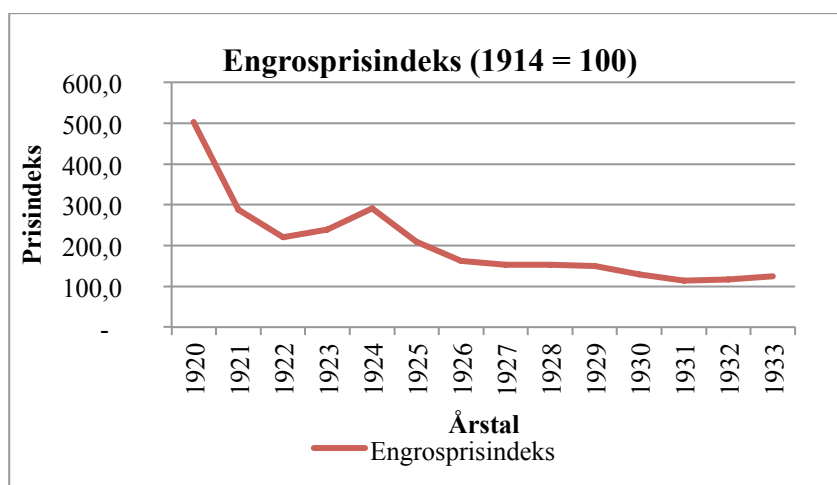
Allerede i 1800'tallet begyndte landenes økonomi at være afhængig af andre lande, og Verdenskrisen var den første af sin slags til at bevise dette. Krisen startede officielt i oktober 1929, da Wall Street krakkede. I Danmark var der dog krise langt tidligere, da landets eksportmarked aldrig var kommet op på det niveau, man havde regnet med efter første verdenskrig, og Danmark som helhed havde en overdreven gældssætning. Den danske finanskrisen var derfor allerede i gang, da Wall Street krakkede, hvilket blot gjorde tilstandene værre i Danmark og medførte, at krisen bredte sig til boligmarkedet.

4.1 Finanskrisen 1920-1933

4.1.1 Ændringer i konjunkturforløbet

Ifølge business cycle-teorien opstår finansielle kriser som følge af konjunkturændringer, hvilket ofte foregår i form af en overgang fra højkonjunktur til lavkonjunktur. Højkonjunkturer finder oftest sted i efterkrigsår eller i forbindelse med banebrydende innovationer.

Første verdenskrigs afslutning i 1918 medførte højkonjunktur i Danmark. Krigen var hård for de fleste lande i Europa, og da den kom til ende, var depoter og lagre tomme, og landene stod over for nye udfordringer i form af genopbyggelse af disse lagre. I Danmark vendte man denne udfordring til en mulighed, og mange handelsvirksomheder valgte at investere i nye produktionsmuligheder for lånte midler med forventninger om senere prisstigninger som en kombination af stigende efterspørgsel fra Østeuropa og Tyskland (Østrup, 2008). Forventninger og spekulationer blev efterfølgende gjort til skamme, hvilket medførte et kraftigt prisfald i engrospriserne i 1920, hvilket fremgår af figur 5.



Figur 5: Engrosprisindeks for perioden 1920-1933 (Johansen, 1985, p. 301)

Figuren viser, at priserne var høje i 1920, hvilket skyldes, at Danmark oplevede en højkonjunktur i årene efter 1918 som følge af første verdenskrigs afslutning. I 1920 faldt priserne markant, da forventningerne om varemangel ikke holdt stik, og den stigende vareproduktion som følge af nye investeringer ikke var mulige at afsætte (Østrup, 2008). Dette medførte et fortsat faldende prisniveau og en omvæltning i konjunktoren.

4.1.2 Eksterne forhold

Det kraftigt faldende engrosprisniveau medførte, at mange af eksportvirksomhederne ikke havde mulighed for at overholde de forpligtigelser, der var indgået med pengeinstitutterne ved optagelse af lån til nye investeringer. Dette medførte yderligere, at institutterne ikke havde mulighed for at overholde deres forpligtigelser til både udenlandske og hjemmelige investorer, hvilket resulterede i 32 sammenbrudte pengeinstitutter i perioden 1920-1923 (Østrup, 2008).

Finanskrisen i 1920 opstod som følge af tre økonomiske chok; den manglende efterspørgsel, det faldende prisniveau samt faldet i den danske kronens internationale værdi.

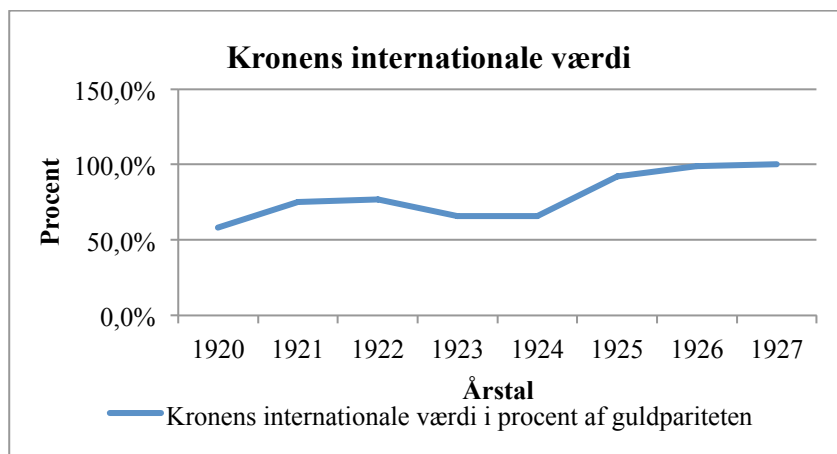
Den manglende efterspørgsel fra Europa

Den manglende efterspørgsel fra specielt de østeuropæiske lande fik en stor betydning for udviklingen og størrelsen af finanskrisen i Danmark. Da efterspørgslen udeblev, bevirkede det at virksomhederne havde et langt større udbud end Europa efterspurgte. Den manglende efterspørgsel medførte, at selskaberne ikke kunne afsætte deres varer og derved havde større omkostninger end indtægter. Disse omkostninger måtte nedbringes for at holde virksomhederne fra at gå konkurs, og man så kun én mulighed for dette, hvilket var at skære i medarbejderomkostninger. Den stigende arbejdsløshed, som analyseres yderligere i kapitel 4.2, medførte en faldende disponible indkomst, og med faldende disponible indkomst medfulgte yderligere faldende efterspørgsel og dermed faldende forbrug. Derved var det ikke kun den udeblivende efterspørgsel fra Europa, som Danmark led under, men ligeledes en faldende efterspørgsel fra danskerne selv som følge af stigende arbejdsløshed (Hansen, 1994).

Faldet i den danske krones internationale værdi

Som følge af faldende priser fra den manglende efterspørgsel og derigennem en stigning i misligholdelser hos pengeinstitutterne, begyndte de udenlandske investorer at så tvivl om kronens internationale værdi.

Nationalbanken måtte i efterkrigstiden modtage omfattende kritik for deres monetære politik. Økonomer kritiserede det faktum, at Nationalbanken ikke havde brudt ind, da kronens værdi lå under pari (Hansen, 1994), og som det fremgår af figur 6 foregik dette i årene frem til 1926. Figuren viser, at kronens internationale værdi i starten af krisen antog en værdi under 80 pct. af guldpariteten, hvilket var en indikation på udlandets manglende tiltro til den danske krone.



Figur 6: Kronens internationale værdi i procent af guldpariteten i perioden 1920-1927 (Johansen, 1986, p. 261)²

Blandt kritikkerne af Nationalbankens beslutninger var professor i nationaløkonomi ved Københavns Universitet, Axel Nielsen, som fastslog, at finanskrisen var en direkte følge af Nationalbankens pengepolitik, da han hævdede, at Nationalbankens direktion stod uden kendskab til moderne økonomisk teori (Hansen, 1996).

Nationalbankens direktøren imødegik kritikken med nedenstående;

"Selv om pengeteorien kunne bringe os uden om dyrtiden og kroneforringelsen ved at få presset pengemængden ned i niveau med den nedpressede varemængde, så blev det dog kun en triumf for teorien men ikke for menneskene. De, der havde penge, ja de overlevede katastrofen let; der indtraf ikke engang nogen prisstigning; men når produktionslivet standsede, og varemængden ikke forøgedes,

² Figuren er i dette interval, da efterfølgende data ikke er tilgængelig jf. Hans Chr. Johansen (1985).

hvorledes ville det da gå dem, der kun havde deres arbejde at leve af? Lavt prisniveau havde de, men ingen penge; uden om dyrtiden kom de, men kom de uden om hungersnøden?” (Hansen, 1996, p. 90).

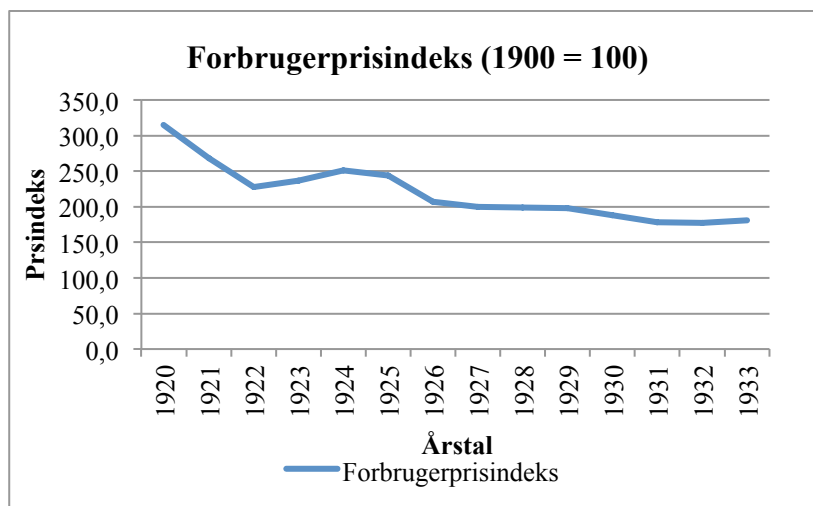
Direktøren mente dermed, at der var andre aspekter end blot den monetære politik at tage hensyn til. Han var af den overbevisning, at beskæftigelse og produktion var vigtigere end monetær stabilitet, da han var bange for, at det skulle skabe social uro, hvis ikke der blev taget disse sociale hensyn (Hansen, 1996).

Til trods for økonomernes kritik steg Nationalbankens krav på de private pengeinstitutter i 1921-1922, da Nationalbanken var nødt til at indgå i sit virke som lender of last resort, og dermed steg de udenlandske tilgodehavende ligeså.

I 1923 indledte Nationalbanken et forsøg på en stramning af pengemarkedet, hvilket bevirkede at Nationalbanken fik nedbragt de private pengeinstitutters lån i de følgende fire år. De hjemmelige stramninger på pengemarkedet bevirkede dog, at alt imens kravene til Nationalbanken faldt, voksede de udenlandske tilgodehavende hos private pengeinstitutter, da disse havde søgt lånene fra Nationalbanken erstattet med lån i udlandet (Hansen, 1996).

Det faldende prisniveau

Faldet i prisniveauet fra 1920 til 1933 fik stor betydning for virksomhedernes mulighed for at afsætte varer. Figur 7 viser et kraftigt fald i forbrugerprisindekset fra 1920-1933. Figuren viser, at priserne faldt med over 100 pct. point i løbet af perioden, hvilket betød øget gældsdeflation for pengeinstitutterne.



Figur 7: Forbrugerprisindeks for perioden 1920-1933 (Danmarks Statistik)

Der var en sammenhæng mellem branche og afsætningsvanskelighedernes størrelse, idet bl.a. tobaks-, tekstil- og skotøjsindustrien samt skibsbyggeriindustrien blev ramt hårdere end bl.a. slagteri-, maskinbygnings- og elektrobrancherne. Der er dog ingen tvivl om, at prisfaldet og dermed deflationen fik en stor betydning for pengeinstitutternes stilling, og virksomhedernes gældsstruktur blev afgørende for, hvordan disse klarede sig i løbet af perioden (Hansen, 1996).

4.1.3 Interne forhold

Prisfaldet og deflationen ramte mange pengeinstitutter hårdt, og det var derfor ikke kun gældsstruktur, der fik afgørende betydning under krisen, det samme gjorde de interne forhold. De interne forhold består af mange forskellige variable, som er unikke for det givne pengeinstitut. Analyser viser, at forholdene i hovedtræk kan inddeles i to hovedvariable; corporate governance og strukturelle forhold.

Corporate governance

Ved hovedvariablen *corporate governance* forstås virksomhedens ledelsesorgan. Denne variable er derved tiltænkt ledelse og bestyrelse. Vigtigheden af et pengeinstituts ledelsessituation og struktur understreges ved det faktum, at det ikke var alle pengeinstitutter, der brød sammen under finanskrisen i 1920-1933.

Mange af de store pengeinstitutter i København støttede op om spekulationerne om Danmark som handelscentrum for Europa, og de var derfor villige til at udlåne store pengesummer til handelsselskaberne. Med store udlån følger store risici, risici som det efterfølgende må konstateres, at der ikke var taget højde for, da forpligtigelserne blev indgået. Mange af de store pengeinstitutter blev derved hurtigt voldsomt eksponeret over for enkel kunder. I 1920'erne var der ingen regler eller love for, hvor eksponeret institutterne måtte være over for enkel kunder eller hvor stor en sikkerhed, de skulle have. Dette bevirkede, at mange af de store pengeinstitutter havde store summer i udlån fordelt over meget få kunder i starten af 1920'erne, og de var derved stærkt eksponeret over for disse enkelte kunders default risiko. Til eksempel havde Landmandsbanken udlån på 178 mio. kr. ultimo år 1920 til en enkel kunde, Transatlantisk Kompagni, hvor bankens egenkapital ultimo samme periode udgjorde 165 mio. kr. (Østrup, 2000). Derved var banken yderst eksponeret over for tab på dette lån, da der ikke ville være mulighed for at afdække tabet med bankens egenkapital. Til sammenligning udgjorde bankens næststørste engagement 38 mio. kr., dvs. ca. 21 pct. af kravet til Transatlantisk Kompagni (Østrup, 2008). Det er her svært at begribe hvordan banken kan have fået lov til at sætte sig selv i denne position, men historien viser, at flere af bankens ledere samtidig havde et virke som bestyrelsesmedlem i

Transatlantisk Kompagni. Dette bevirkede, at ledelsen bevilligede store lån til virksomheden, da de havde en overnaturlig tro på sig selv og egne evne. Per H. Hansen argumenterer ligeledes for, at ledelsens kontrol var et problem;

”Mennesket har en tendens til at overvurdere deres egne færdigheder og den grad af kontrol, de har over en situation” (Hansen, 1996, p. 128).

I samme ombæring havde bankens direktør et ønske om at udvide Landmandsbanken ved hjælp af opkøb af mindre banker. Antallet af opkøb blev derved gjort til en succesparameter. Dette udgjorde en yderligere risiko, da opkøbene alt andet lige medførte både stigende egenkapital men også stigning i mængden af udlån og derved stigende risiko. Risikovillige ledelser samt direktører med troen om overnaturlige evner gav genlyd ikke blot hos Landmandsbanken men blandt alle de konkursramte pengeinstitutter under denne finanskrisen (Hansen, 1996).

Det er ingen tvivl om, at ledelsens beslutninger eller mangel på samme er den væsentlige af de interne forhold i forhold til finanskrisen i 1920-1933. Selvom de strukturelle forhold er af mindre betydning og med langt mindre kildemateriale til at belyse dem, fortjener de stadig at blive anerkendt.

Fri konkurrence

Fri konkurrence på det finansielle markedet har en tvetydig påvirkning på pengeinstitutternes stabilitet. Den frie konkurrence hjælper til at bibeholde det effektive markedet, men det argumenteres også, at konkurrencen mellem pengeinstitutterne fører til ustabilitet i markedet gennem øget risikoeksponering og reduceret rentemarginal (Hansen, 1996).

Under højkonjunkturen i 1920 var der rig mulighed for åbning af nye pengeinstitutter og nye filialer. Efterspørgslen efter lån var stor, og som nystartet institut var det muligt at give kunderne en bedre rente end markedet havde tilbudt førhen. Grunden til dette fandtes ved, at de nye pengeinstitutter var villige til at løbe en større risiko på enkeltkunder end de gamle var. De nye pengeinstitutter stod derved hurtigt med stor risiko og eksponering over for enkeltkunder men samtidig også med en virksomhed i vækst, da efterspørgslen fortsat var høj.

Den frie konkurrence gjorde, at pengeinstitutterne indgik en større mængde forpligtigelser og dermed tog en større risiko end man havde gjort tidligere, og under finanskrisen i 1920-1933 havde den frie konkurrence desværre en negativ effekt, hvilket Per H. Hansen ligeledes argumenterer kraftigt for;

”Der er således teoretisk belæg for at antage, at det danske bankvæsens ustabilitet i mellemkrigstiden bl.a. kan forklares med, at konkurrencen mellem bankerne førte til en øget risikoeksponering i en række banker” (Hansen, 1996, p. 130).

Geografisk beliggenhed

Pengeinstitutternes geografiske beliggenhed fik en meget afgørende rolle under finanskrisen i 1920-1933. Datidens pengeinstitutters engagementer var oftest med selskaber, som aggerede i nærområdet. Dette bevirkede, at pengeinstitutterne i de store byer, som f.eks. Landmandsbanken i København, ofte havde engagementer med handelsselskaber, da mange af disse var beliggende i hovedstaden. Mange pengeinstitutter i landområderne havde derimod størst engagement med landmænd, da dette var beskæftigelsen i deres områder. Da finanskrisen havde størst indflydelse på handelsselskaber, var det derfor ikke et tilfælde, at det var pengeinstitutterne i de store byer, som led de største tab. Dette ses ligeledes ved det faktum, at der i perioden 1920-1933 var 63 sammenbrud i danske pengeinstitutter, hvor de seks største institutter alle var beliggende i de store byer, da dette var institutter som Københavns Diskontobank og Revisionsbank (1922), Den Danske Landmandsbank (1922), Københavns Private Laanebank (1922), Den Danske Andelskasse (1925), Privatbanken (1928) samt Vejle Bank (1939) (Østrup, 2008).

4.1.4 Økonomisk teori

Danmark oplevede en stor ændring i konjunkturerne i 1920, hvilket med udgangspunkt i business cycle-teorien definerede starten på den finansielle krise. Konjunkturændringerne opstod som følge af tre makroøkonomiske chok; Manglende efterspørgsel, faldet i den danske krones værdi samt faldende prisniveau.

Som følge af højkonjunkturen steg risikovilligheden hos både långiver og låntager, og konjunkturuomvæltningen fik de fatale følger, den gjorde, som følge af den stigende udlånskvote, der havde været i årene op til konjunkturændringen. Dette er i led med Minskys teori om, at konjunkturuomvæltninger kun kan få effekt, hvis der har været stigende kreditmuligheder under højkonjunkturen.

Kreditmulighederne var stigende grundet to aspekter. Højkonjunkturen befandt sig i hele Europa, og pengeinstitutterne var derfor villige til at indgå i engagementer med højere risiko end de havde gjort førhen, da de anså låntagernes spekulationer som troværdige. De nystartede pengeinstitutter besad en

endnu større risikovillighed end de gamle, og fik låntagerne et ”nej” i ét pengeinstitut, var det blot at foretage en forespørgsel i et nystartet pengeinstitut, hvorefter lånet i størstedelen af tilfældene blev givet. Da institutterne til sidst ikke havde mulighed for at indvillige i flere engagementer, foretog investorerne forespørgslen på det udenlandske kreditmarked, hvorfra villigheden til at indgå lån med Danmark stadig var høj.

Da konjunkturændringerne indtrådte medførte det ikke kun deflation på det danske marked men ligeledes et fald i kronens internationale værdi. Faldet i kronens værdi kom som følge af asymmetrisk information på markedet. De udenlandske långivere havde ikke tiltro til, at de danske låntagere havde mulighed for at overholde deres forpligtigelser som følge af de mange sammenbrud i de danske pengeinstitutter, og da de ikke havde mulighed for at vurdere, hvorvidt deres låntagere var gode låntagere eller lemons, kom forsigtigheden til udtryk i hele markedet.

Låntagernes aktiver bestod af fyldte varelagre, og i forbindelse med de faldende priser, oplevede låntagerne gældsdeflation. De fyldte lagre blev mindre værd, og derved oversteg låntagernes passiver de givne aktiver. Ligeledes bestod både låntagers og långivers passiver af forpligtigelser i udenlandsk valuta, og da kronens internationale værdi faldt, medførte dette en stigning i disse forpligtigelser.

Pengeinstitutternes aktiebeholdning, som oftest udgør en stor del af egenkapitalen, blev påvirket af deflationen, der medførte et fald i realværdien. En kombination af faldende egenkapital og stigende forpligtigelser over for de udenlandske långivere som følge af lån i udenlandsk valuta medfulgte stor ustabilitet hos pengeinstitutterne. Denne ustabilitet medførte, at institutterne var nødt til at mindske mængden af forpligtigelser og udlån på markedet, hvilket medførte, at investeringsmængden faldt. Færre investeringer medførte fald i indkomst som følge af stigende arbejdsløshed. Dette medførte fald i BNP som følge af faldende forbrug, hvilket medførte yderligere afsætningsproblemer for virksomheden, som herefter medførte yderligere prisfald, yderligere problemer i pengeinstitutterne og derved yderligere fald i låntagers indkomst og forbrug.

Som ovenstående belyser medførte den overdrevne gældssætning og deflationen en cyklisk reaktion på det finansielle marked, som blev ved med at påvirke hinanden indtil et eller begge af de to hovedparametre ændrede sig. Den cykliske reaktion fik ikke kun indflydelse på det finansielle marked, da den stigende arbejdsløshed medførte faldende indkomst, som ikke blot medførte faldende forbrug men som ligeledes medførte problemer på boligmarkedet.

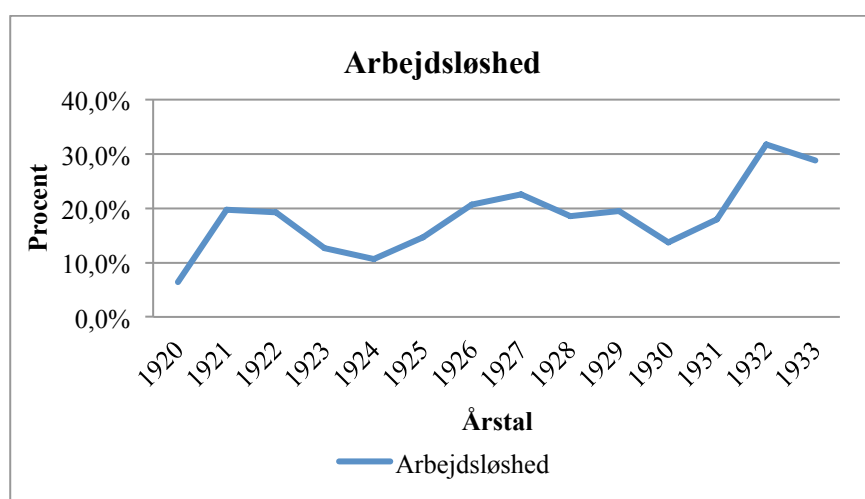
4.2 Boligkrisen i 1930-1933

En krise på boligmarkedet opstår som følge af ændringer i et eller flere fundamentals, og i forhold til boligkrisen i 1930-1933 var der flere fundamentals, der var medvirkende til krisens opstart.

4.2.1 Fundamentals

Faldende indkomst

Som følge af ustabiliteten i pengeinstitutterne havde virksomhederne færre kreditmuligheder end tidligere. I samspil med at afsætningsmulighederne var vanskelige, blev det en realitet, at omkostningerne oversteg indtægterne, og virksomhederne var derfor nødt til at mindske disse omkostninger. Under finanskrisen så man afskedigelse af medarbejdere som den bedste måde at minimere omkostningerne på. Dette medførte stigende arbejdsløshed, hvilket også fremgår af figur 8, hvor det ses, at arbejdsløsheden steg under finanskrisen og specielt op til boligkrisen, hvor arbejdsløsheden stiger over 10 pct. point fra 1930 til 1931.

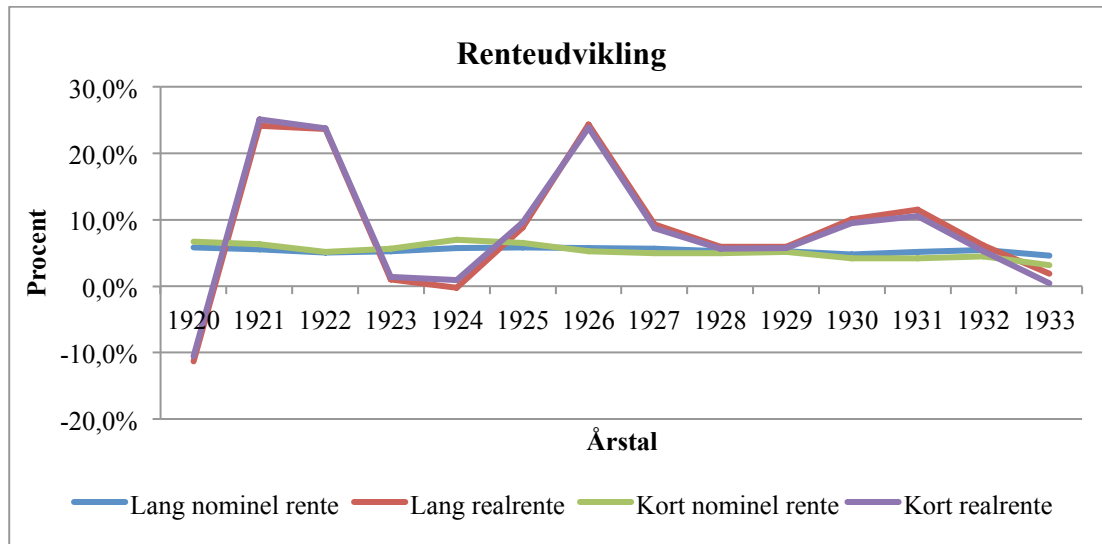


Figur 8: Arbejdsløshed i perioden 1920-1933 (Johansen, 1986, p. 289)

Arbejdsløsheden har jf. kapitel 2.1.2 en negativ effekt på den disponible indkomst. Da arbejdsløsheden steg som følge af minimering af omkostninger hos virksomhederne, medførte dette fald i indkomsten hos de afskedigede medarbejdere. Indkomsten bestemmer størrelsen af en husholdnings betalingsevne, og derfor risikerer låntager ved et fald i indkomsten, at husholdningens forpligtigelser overstiger betalingsevnen. Flere låntagere havde derfor ikke mulighed for at overholde forpligtigelserne over for långiver.

Renteudvikling

Deflationen på det økonomiske marked havde ikke kun en betydning for prisernes størrelse men også for renteudviklingen. Som det fremgår af figur 9, var den nominelle rente forholdsvis fast under finanskrisen og derved i årene op til boligkrisen.



Figur 9: Nominelle og reale renter i perioden 1920-1933 (Abildgren, 2005 samt Danmarks Statistik)

Det fremgår ligeledes af renteudviklingskurven i figur 9, at realrenten havde store udsving under finanskrisen og derved op til boligkrisen. Den reale rente tager højde for inflationen i den nominelle rente og med faldende inflation medfølger stigende realrente.

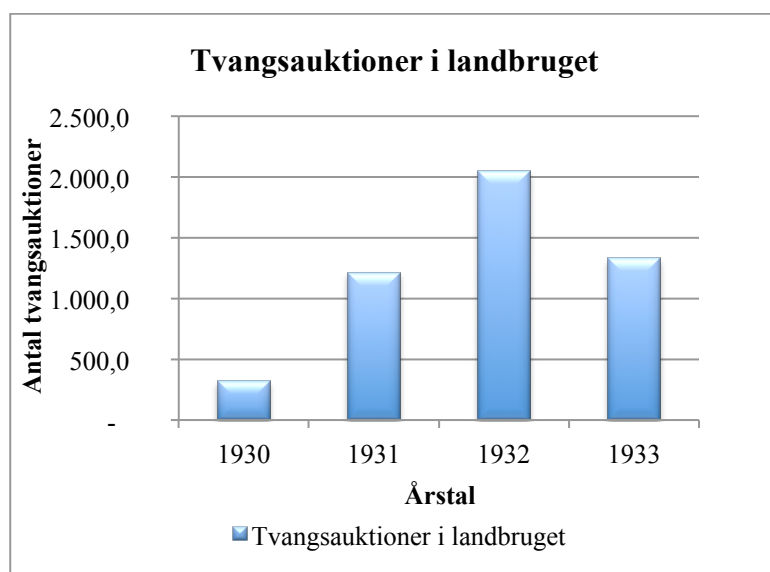
Realrenten er et udtryk for, hvad debitor reelt skal betale. I figur 9 ses renteudviklingen for den lange realrente i forhold til den nominelle rente. Når realrenten er højere end den nominelle rente, betyder det, at inflationen er negativ. Som det ses i figur 9, er realrenten i størstedelen af tiden under finanskrisen og op til boligkrisen højere end den nominelle rente som følge af deflationen, der finder sted på det finansielle marked. Dette betød konkret for låntager, at det reelt set blev dyrere for vedkommende at have lån i den givne periode. Dette førte til yderligere betalingsstandsninger, da faldende indkomster og stigende rentebetalinger ikke er forenelige med en stabil betalingsevne.

Renteudviklingen for den korte realrente viser ligeledes, at långivers indlån blev dyrere i perioden, hvor realrenten var højere end den nominelle rente. Dette var ligeledes medvirkende til, at pengeinstitutterne var nødsaget til at bede om indfrielse af deres udestående fordringer hurtigere, hvilket ikke var foreneligt med låntagernes situation med faldende indkomster.

4.2.2 Tvangsauktioner

Generelt for 1920-1933 var, at boligerne i byen var lejeboliger, mens boligerne på landet var ejerboliger. Eksempelvis var landmand oftest noget, man var af slægt. Derfor gik disse ejendomme også oftest videre i generationer, og udskiftning af ejere til en given ejerbolig var derfor meget beskedent.

Som følge af den stigende arbejdsløshed og derigennem den faldende indkomst samt en periode med høje realrenter gennemgik landbruget i perioden 1930-1933 en periode præget af mange tvangsauktioner, hvilket også fremgår af figur 10.



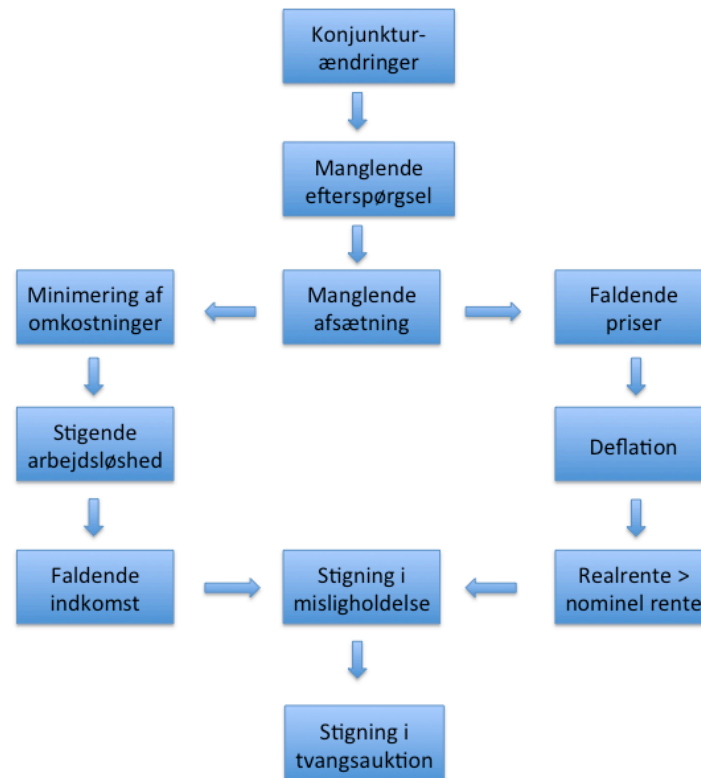
Figur 10: Tvangsauktioner i landbruget i perioden 1930-1933 (Dybdahl, Johansen, Hyldtoft & Pedersen 1976, s. 75)

Figuren viser, at tvangsauktionerne har sit højdepunkt i samme år som arbejdsløsheden, hvilket er en indikation for den tætte forbindelse mellem arbejdsløsheden og indkomsten. Det er som sagt indkomsten, der bestemmer, om man har mulighed for at være boligejer og medtage de forpligtigelser, dette kræver.

Ligeledes ses det, at tvangsauktionerne topper efter et lille årti med overvejende deflation og dermed stigende realrenter på det finansielle marked. Dette bevirkede som sagt en stigning i omkostningerne for låntager, og med svingende indkomster kunne låntagerne ikke opretholde forpligtigelserne over for långiver.

4.2.3 Økonomisk teori

En analyse af boligkrisen i 1930-1933 i et økonomisk teoretisk perspektiv gøres ud fra nedenstående figur.



Figur 11: Finansielle faktorerens påvirkning på boligmarkedet

Som det ses i figur 11 har den manglende afsætning to påvirkninger på boligmarkedet, idet faktoren både påvirker virksomhedernes omkostninger samt prisniveauet. Minimering af virksomhedernes omkostninger bidrager til den stigende arbejdsløshed, da afskedigelse af medarbejder blev anset for den mest fornuftige måde at reducere omkostningerne. Den stigende arbejdsløshed medfører, at indkomsten falder, hvilket har en påvirkning på den enkeltes mulighed for at overholde forpligtigelserne til pengeinstituttet, hvori boliglånet foreligger. En stigende del af forpligtigelserne vil blive misligholdt som følge af den faldende indkomst og boligernes fald i værdi, hvilket medfører stigende antal tvangsauktioner, da dette er den eneste måde, hvorpå långiver kan få deres krav indfriet.

Det faldende prisniveau medfører en deflation på hele markedet. Deflationen medfører, at realrenten overstiger den nominelle rente, hvilket gør lånene dyrere for låntager samtidig med, at långivers egne indlån ligeledes stiger i indfrielseskrav. De stigende krav om indfrielse er ikke realistiske med faldende indkomster, og misligholdelseskvoten stiger yderligere, hvilket medfører yderligere stigning i antallet af tvangsauktioner.

Kapitel 5 - Krisen i 1987-1992

Årene efter 1933 og frem til starten af 1980'erne var præget af stor ro på det finansielle marked, men samtidig var kreditrationering og valutakontrol en vigtig del af den økonomiske politik. Den danske krone lå stadig under pari, hvilket holdt udenlandske investorer tilbage fra at indgå engagementer med danske virksomheder og pengeinstitutter. Politikkerne omlagde valutakursen i starten af 1980'erne til en fastkurspolitik i håb om at skabe stabilitet og mere tryghed omkring den danske krone. Fastkurspolitikken virkede efter hensigten, og en ny optimisme blev skabt i markedet. Eksporten steg, og dette var en nødvendighed, da den danske økonomi led under en meget gældsæt økonomi. Den stigende eksport og optimisme i markedet førte sammen med faldende renter til skabelsen af en ny højkonjunktur i Danmark i begyndelsen af 1980'erne (Abildgren & Thomsen 2011).

Højkonjunktoren medførte en kraftig stigning i BNP fra 1982-1986. I løbende priser forekom der en stigning på 42 pct. (Danmarks Statistik). Det kraftigt stigende BNP var muligt grundet de nye tiltag fra regeringen men ligeledes fordi kreditmulighederne blev udvidet i den givne periode, og virksomhederne havde derved større mulighed for at optage lån til nye investeringer.

Højkonjunktoren opstod i kølvandet på en tid med faldende boligpriser, og med udvidet kreditmuligheder opstod en stigende udlånskvoten til investering i ejendomme (Abildgren & Thomsen, 2011).

Der var strammet op og lavet nye regler, kapitalkravene var skærpet, og overbevisningen var klar; *This-time-is-different*.

5.1 Boligkrisen i 1987-1992

5.1.1 Fundamentals

Lånemuligheder

Lånemulighederne på det danske realkreditmarked gennemgik en del reformer fra den sidste boligkrisens afslutning i 1933 frem til boligkrisen i 1987. I 1970 foretog realkreditmarkedet en omfattende reformændring, og selvom denne periode ligger længe før boligkrisens start, er den nævneværdig og relevant i denne analyse.

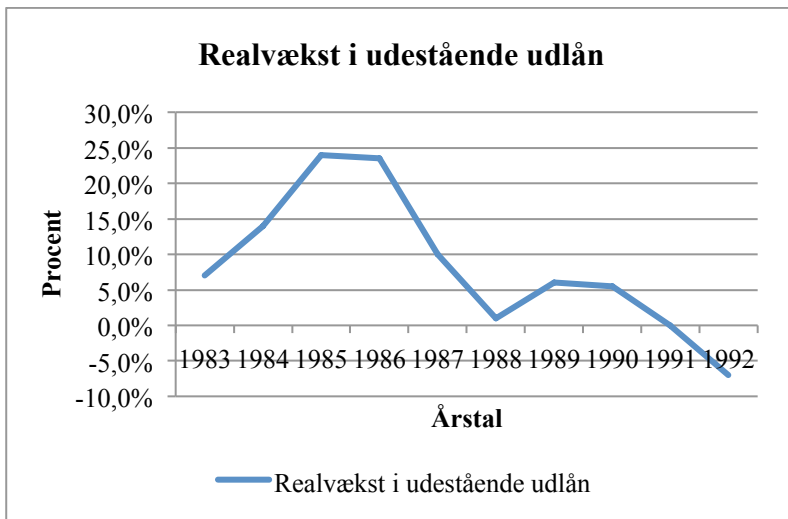
I 1970 blev der gjort en markant reformændring i det danske realkreditsystem. Den hidtil frie adgang på realkreditmarkedet blev indskrænket væsentligt, lånegrænserne på de såkaldte førsteprioriteringslån³ blev nedsat til 40 pct., trelagsfinansieringen blev lavet om til tolagsfinansiering⁴, og andenspioritetslån måtte kun ydes til særlige formål. Ligeledes blev der indført begrænsning på opførelse af nye realkreditinstitutter.

Denne reformændring gjorde, at Danmark blev tvunget ud i en mindre boligkrise i slutningen af 1970'erne, hvilke ledte til endnu et reformskifte på realkreditmarkedet i begyndelsen af 1980'erne. Ved denne reformændring blev tolagsfinansieringen afskaffet, belåningsgrænsen hævet til 80 pct., og begrænsningen på opførelsen af nye realkreditinstitutter blev fjernet (Realkreditrådet). Disse ændringer medførte, at udlånskvoten steg. Det var nu muligt at få finansieret en stor del af boligens købssum gennem realkreditlånet, hvilket gjorde, at det var muligt for flere at købe ny bolig. Ligeledes havde ophævelsen af begrænsningen på opførelsen af nye realkreditinstitutter den effekt, at der igen opstod konkurrence på det finansielle marked, hvilket var til gavn for låntager, idet dette førte til mere fordelagtige lånevilkår end tidligere.

I starten af 1980'erne begyndte priserne at stige som følge af de udvidede kreditmuligheder, da dette medførte kraftigt vækst i udlånskvoten jf. figur 12. Figuren viser, at denne stigning gjorde sig gældende indtil 1986, hvor andelen af udestående udlån faldt drastisk.

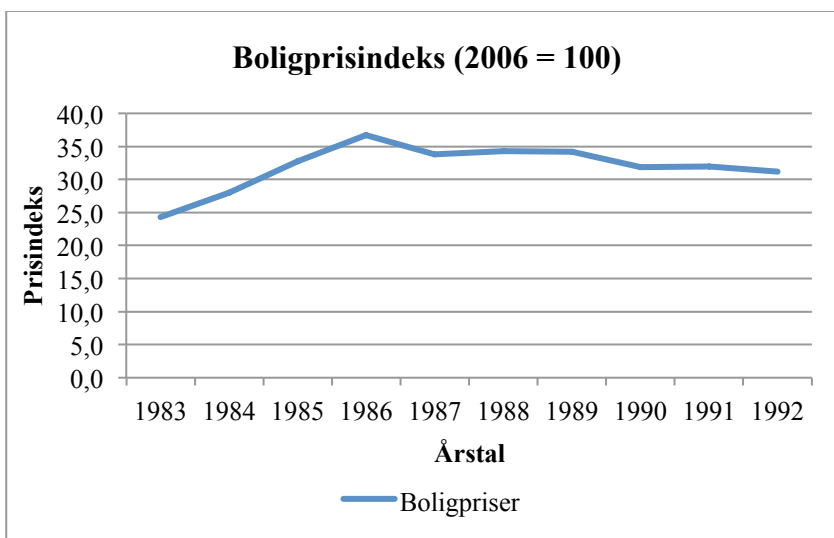
³ Ved førsteprioriteringslån forstås, at dette lån får første prioritetspant i den belånte ejendom.

⁴ Tolagsfinansieringen bevirkede, at låntager nu kun skulle optage lån i to forskellige realkreditinstitutter i stedet for tre.



Figur 12: Realvækst i udestående udlån hos penge- og realkreditinstitutter i perioden 1983-1992 (Abildgren & Thomsen, 2011)

Den kraftige stigning i udestående udlån gjorde det muligt for boligpriserne at stige fra 1983 og frem til 1986, hvilket var en realitet jf. figur 13.



Figur 13: Boligprisændringer i perioden 1983-1992 (Danmarks Statistik)

Sammenholdes figur 12 med figur 13 ses det, at der er sammenlignelighed i kurvernes form. I 1986 faldt udlånskvoten drastisk frem til 1988, det samme gør sig gældende med boligpriserne.

I 1986 blev der indført et politisk tiltag kaldet "Kartoffelkuren". Kartoffelkuren havde til formål at mindske forbruget, fremme opsparingen og komme den store gældssætning til livs. Kartoffelkuren medførte en kraftig stigning i ydelserne på realkreditbetalinger, samtidig med at der blev pålagt afgifter

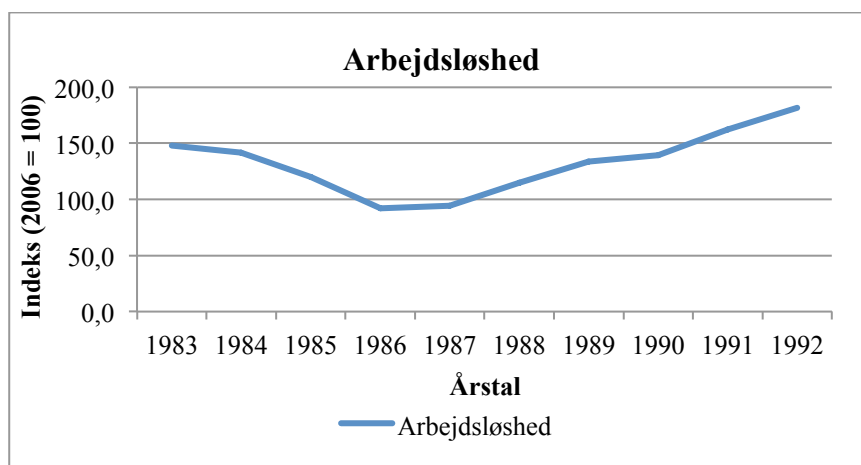
på rentebetalinger for ikke realkredit-lignende lån (Østrup, 2008). Disse tiltag havde som vist i figur 12 stor negativ effekt på udlånskvoten og derigennem på boligpriserne som vist i figur 13.

Udlånskvoten fik efterfølgende en lille fremgang fra 1988 til 1990, hvilket påvirkede boligpriserne. Fra 1990 til 1992 var udlånskvoten igen faldende, og det samme var boligpriserne. De store ændringer på lånemarkedet havde derved en stor indflydelse på boligmarkedet og derigennem på den krise, der opstod i 1987.

Disponibel indkomst

Faldet i udlånskvoten kom som følge af en række andre faktorer på boligmarkedet. Årtierne op til 1986 var præget af mange oliekrise, som påvirkede det danske arbejdsmarked. Arbejdsløsheden var derfor svingende, da omkostningerne for virksomhederne ligeledes var svingende i årene før, under og efter oliekrise.

Som det fremgår af figur 14 fulgte arbejdsløsheden samme kurve som figur 12 og figur 13 blot med omvendt fortegn.



Figur 14: Arbejdsløshed i perioden 1983-1992 (Danmarks Statistik)

Figur 14 viser, at arbejdsløsheden var faldende mens udlånskvoten og boligpriserne var stigende i perioden 1983-1986. Arbejdsløsheden faldt som følge af den stigende efterspørgsel, da dette bevirkede, at efterspørgslen efter nybyggeri ligeledes steg, og der var derved brug for ekstra arbejdskraft.

Arbejdsløsheden vendte samtidig med boligpriserne og udlånskvoten, men oplevede ikke fremgang i perioden 1988-1990, og arbejdsløsheden var derved en af grundene til, at udlånskvoten og dermed boligpriserne ikke fortsatte fremgangen efter 1990.

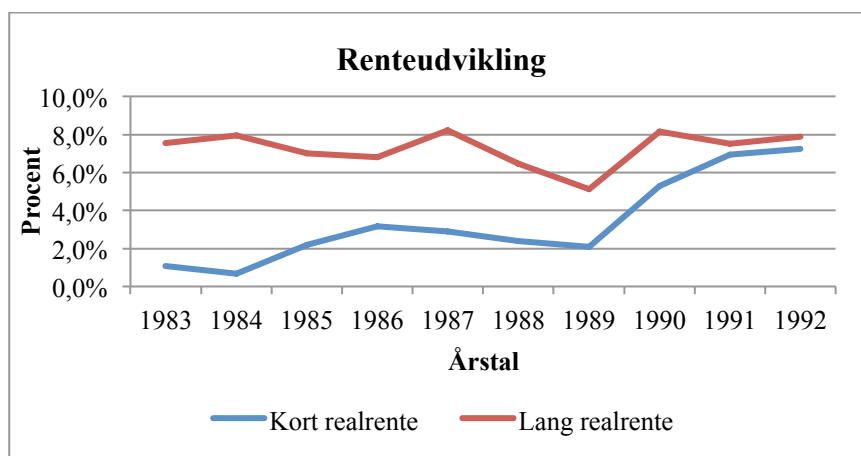
Arbejdsløsheden har en negativ effekt på den disponible indkomst jf. kapitel 2.1.2. Den faldende arbejdsløshed i perioden 1983-1986 bevirkede derfor stigende disponibel indkomst, da flere kom i arbejde, hvilket var medførende til den stigende udlånskvote og stigende boligpriser.

Den disponible indkomst er medbestemmende i lånets størrelse, og stigende disponible indkomster som følge af faldende arbejdsløshed var derfor medvirkende til, at der var flere førstegangskøbere, der havde mulighed for at indgå på boligmarkedet.

Da arbejdsløsheden steg i årene efter 1986, havde dette en negativ effekt på den disponible indkomst og derved en negativ effekt på udlånskvoten samt boligpriserne.

Renteudvikling

Realrenteudviklingen vises i figur 15. Under boligkrisen var det ikke muligt at optage boliglån og realkreditlån med andet end fast rente, og den faldende renteudvikling i den lange rente var derfor til gavn for udlånskvoten i den givne periode, da dette betød lavere renteudgifter for låntager.



Figur 15: Realrenteudvikling i perioden 1983-1992 (Danmarks Statistik)

Selvom långivernes udlån bestod af lån med lange renter, bestod långivers indlån af kort rente lån. Figur 15 viser, at den korte rente begyndte at stige samtidig med, at udlånskvoten faldt jf. figur 12. Dette var en indikation på, at usikkerheden på markedet var steget, og långiverne på markedet var derfor ikke ligeså risikovillige, når de skulle udlåne til hinanden. Dette medførte en stigning i den korte rente.

Denne stigning bevirkede, at det blev dyrere for institutterne at optage lån i andre pengeinstitutter for at kunne tilgodese efterspørgslen fra deres kunder. En stigning i institutternes indlånsomkostninger medfulgte en stigning i omkostningerne ved at optage lån i det givne pengeinstitut. Dette bevirkede sammen med Kartoffelkuren, at selvom den lange rente var faldende i perioden fra 1986-1989, og

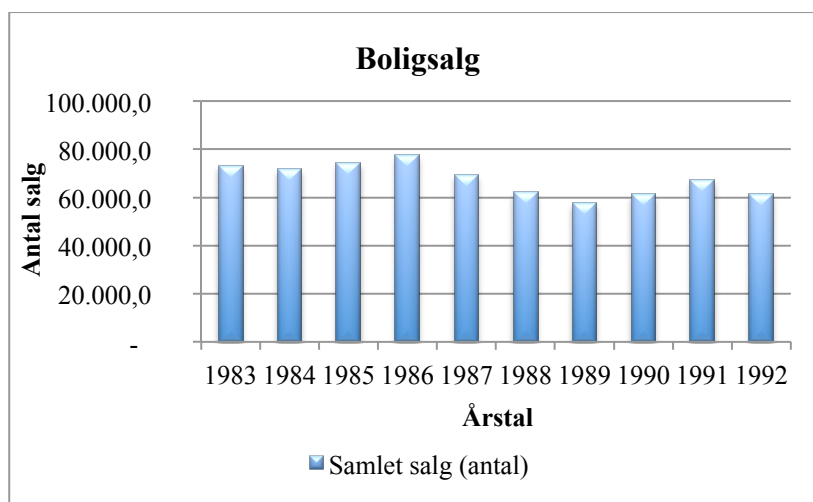
derved burde have haft en positiv effekt på efterspørgslen, blev det stadig dyrere at optage lån, hvilket medførte en negativ effekt på udlånskvoten og derved på boligsalget og boligpriserne.

Prisforventninger

Prisforventninger er den fundamentale, der er sværest at måle. Forventninger til det fremtidige prisniveau er ofte drevet af psykologiske faktorer uden egentlig kvantitative data til at belyse, hvorvidt forventningerne er realistiske eller ej. Forventningerne kan til dels analyseres med udgangspunkt i renteutviklingen, hvor faldende renter vil medføre forventninger om højere priser. Der er dog ikke bevist en sammenhæng mellem disse to parametre, og da de psykologiske forventninger til det fremtidige prisniveau ikke er målbart, må man anvende flere forskellige indikatorer til at analysere forventningerne.

Antallet af solgte boliger er en indikator for prisforventninger. Der kan dog være flere aspekter, der påvirker denne parameter, og den skal derfor bruges med varsomhed.

Hvis spekulationer i markedet indikerer, at priserne fortsætter en stigende tendens, vil antallet af solgte boliger stige som følge heraf. Figur 16 viser, at antallet af solgte boliger var stigende i perioden 1983-1986. Sammen med en stigende udlånskvote jf. figur 12 er dette en indikation på, at befolkningen som helhed har haft en forventning til, at boligpriserne ville stige, og specielt mange førstegangskøbere har derfor valgt at indtræde på markedet i denne periode.



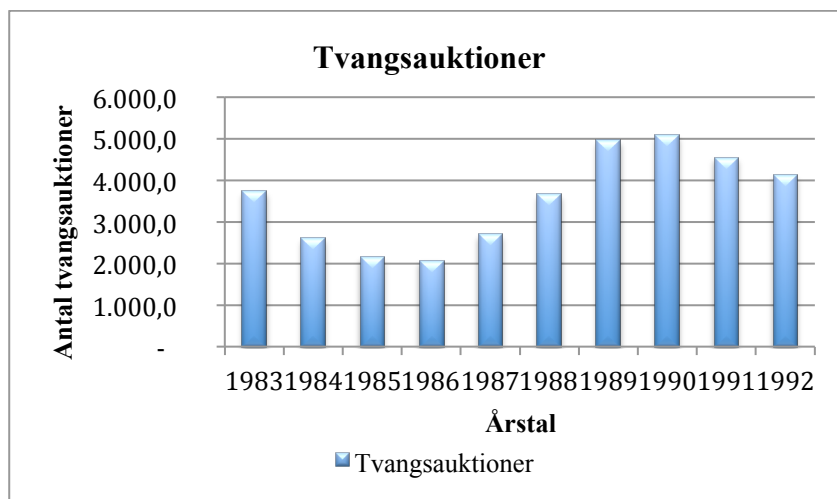
Figur 16: Samlet salg af faste ejendomme i perioden 1983-1992 (Danmarks Statistik)

Stigning er dog ikke markant, og det er derfor ikke tydeligt, om stigningen skyldes forventninger om merprisstigninger eller blot er en følge af demografiske årsager. Figuren indikerer dog, at antallet af solgte boliger er faldende i perioden fra 1986 og frem, og havde stigningen skyldtes demografiske årsager, ville ændringen formentlig ikke opstå så relativt brat. Dette indikerer, at stigningen i boligsalg til dels har været drevet af forventninger om prisstigninger frem til 1986, hvorefter prisforventningerne har været faldende, hvilket ligeledes afspejles i udlånskvoten samt boligprisskurven i henholdsvis figur 12 og figur 13.

5.1.2 Tvangsauktioner

Figur 17 viser antallet af tvangsauktioner på boligmarkedet i Danmark i perioden 1983-1992. Figuren viser, at tvangsauktionerne var i nedadgående kurve fra 1983-1986. Dette stemmer overens med, at udlånskvoten i denne periode var stigende, arbejdsløsheden faldende, og antallet af solgte boliger viste stigende kurve til trods for en ligeledes stigende priskurve.

Antallet af tvangsauktioner steg dog kraftigt fra 1987 og frem til 1990, hvilket var en indikation på et boligmarked i krise. Arbejdsløsheden steg ligeledes i denne periode, hvilket havde en påvirkning på den disponible indkomst og derved på låntagers mulighed for at opretholde forpligtigelserne over for pengeinstitutterne. Boligkrisen nåede sit højdepunkt i 1990, hvor tvangsauktionerne var på sit højeste.



Figur 17: Tvangsauktioner i perioden 1983-1992 (Danmarks Statistik)

Den kraftige stigning i tvangsauktioner udløste en krise på boligmarkedet, da låntagere ikke havde mulighed for at overholde forpligtigelser men samtidig heller ikke havde mulighed for at sælge boligen. De mange misligholdelser medførte, at pengeinstitutterne gjorde krav på indfrielse af det pantsatte aktiv, hvilket tvangsauktionerne var en indikation på.

Den store mængde tvangsauktioner medførte store nedskrivninger for långiver, og krisen havde derfor ikke kun indflydelse på boligmarkedet, men ligeledes på det finansielle marked.

5.1.3 Økonomisk teori

Minsky argumenterer, at der skal være stigende kreditmuligheder på et marked før økonomiske chok kan udløse en krise. Reformændringerne i realkreditmarkedet i starten af 1980'erne åbnede op for nye kreditmuligheder til låntagerne. Kreditmulighederne gjorde, at det både var lettere og billigere at optage lån end det havde været i de forgående år. Lånemulighederne blev hurtigt anerkendt af markedet, hvilket gav sig til udtryk i den stigende udlånskvote jf. figur 12.

De nye lånemuligheder gav både fornyet energi til pengeinstitutternes udlånskvote, men det gav ligeledes en stigende efterspørgsel efter boliger og nybyggeri. Stigning i nybyggeri medførte, at arbejdsløsheden faldt, hvilket medførte stigning i den disponible indkomst, som medførte mulighed for flere låntagere på boligmarkedet. Dette medførte en yderligere efterspørgsel på boliger og boliglån og dermed en stigning i boligpriserne.

Jf. Fisher skaber den overdrevne gældssætning deflation på markedet, når krisen er indtrådt, hvilket sætter en cyklisk reaktion i gang blandt faktorerne. Dette gjorde sig ligeledes gældende under boligkrisen i 1987-1992.

Kartoffelkurens indførelse i 1986 havde til hensigt at nedsætte forbruget og hæve opsparingen hos danskerne. Dette medførte, at boligefterspørgslen faldt, da Kartoffelkuren ligeledes medførte større ydelser for låntagere. Den faldende boligefterspørgsel medførte faldende boligbyggeri, som medførte afskedigelse af medarbejder på markedet. Den stigende arbejdsløshed og derigennem faldende disponibel indkomst medførte yderligere nedgang i efterspørgslen efter boliger og derigennem også nedgang i både boliglån og boligpriser. Med nedgang i boligefterspørgsel og boligpriser fulgte stigning i antallet af misligholdelser og tvangsauktioner, hvilket medførte ustabilitet på det finansielle marked.

5.2 Finanskrisen 1987-1992

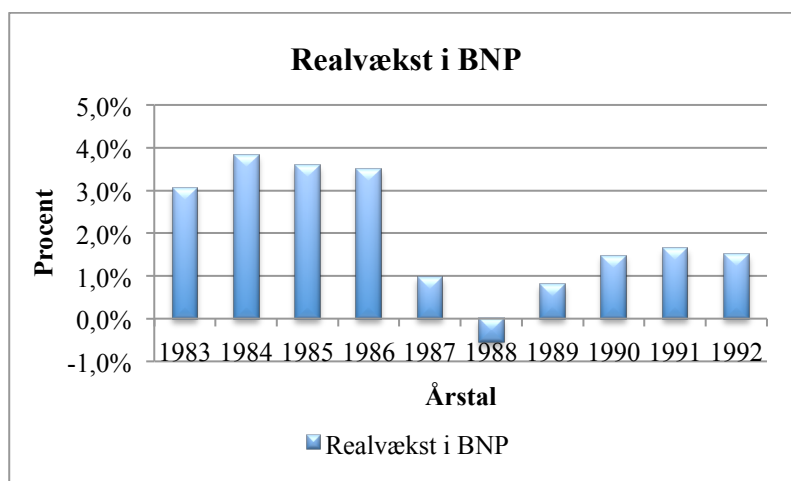
Krisen på boligmarkedet påvirkede i høj grad det finansielle marked. Den stigende udlånskvote gjorde, at pengeinstitutterne i samme periode påtog sig flere og større risici end man havde gjort tidligere, hvilket medførte, at institutterne var yderst sårbare overfor ændringer på boligmarkedet.

5.2.1 Eksterne forhold

Der er ingen tvivl om, at de makroøkonomiske faktorer har haft en essentiel indflydelse på sammenbruddene i den finansielle sektor i 1987-1992, og konjunkturudviklingen fremhæves som en af de vigtigste faktorer bag årsagerne til krisen.

Politiske tiltag

I midten af 1980'erne skete der mange politiske tiltag, som havde påvirkning på det finansielle marked og Danmarks konjunkturtilstand. Danmark havde i løbet af få år i perioden fra 1983-1986 fået oparbejdet en overophedet økonomi. Både udlån, forbrug og BNP var i stigende kurver, men det samme var lån optaget i udlandet. Dette medførte, at Danmark oplevede det største underskud på betalingsbalancen på daværende tidspunkt i 1986. Underskuddet fik regeringen til at stramme op, og den indførte derfor den førømtalte Kartoffelkur i 1986 samt en ny skattereform i 1987. Skattereformen medførte en stor begrænsning på rentefradragsretten, hvilket medførte en stigning i omkostningerne på låneoptagelse (Østrup, 2008). Reformerne skulle derved være medvirkende til at bremse forbruget og låneoptagelsen hos danskerne, og som det fremgår af figur 18 virkede begge reformer efter hensigten, idet BNP havde en negativ realvækst i 1986.



Figur 18: Realvækst i BNP i perioden 1983-1992 (Danmarks Statistik)

Det kraftige fald i BNP skal hovedsageligt forklares af konjunkturændringerne som udsprang af boligkrisen, men de mange sammenbrud i pengeinstitutterne kan ikke umiddelbar forklares af denne, idet produktionstabene under lavkonjunkturrens første to år langt fra burde have haft nogen relevans for institutterne, idet tabet ikke udgjorde mere end 2,8 pct. (Østrup, 2008). Som det ses af figur 18, er BNP kun i negativ vækst i et enkelt år, hvorefter væksten stiger støt de efterfølgende år.

Det er derfor meget tvivlsomt, at krisen på det finansielle marked udelukkende kan forklares af makroøkonomiske faktorer, og en række forhold gør det sandsynligt, at krisen ligeledes skyldes for stor risikotagning kombineret med svag kontrol.

5.2.2 Interne forhold

Et af forholdene, der taler for, at krisen på det finansielle marked ikke blot var en reaktion af krisen på boligmarkedet, er det faktum, at nedbrud i pengeinstitutterne begyndte før krisen startede på boligmarkedet som følge af for stor risikotagning. Til trods for, at Danmark var præget af højkonjunktur i 1984, brød en af de store banker i København, Kronebank, sammen i dette år. Kronebank gik ned som følge af et stort engagement med en entreprenørgruppe, hvis vigtigste aktiv var at bygge hospitaler i Nigeria. Som følge af den sidste finanskrise var der foretaget politiske tiltag ang. størrelsen af pengeinstitutternes enkeltengagementer, hvilket Kronebank i dette tilfælde havde overtrådt og dermed havde stor risikotagning (Østrup, 2008).

Flere pengeinstitutter, såsom C&G Banken, Himmerlandsbanken, Lannung Bank og Århus Dicontobank brød efterfølgende sammen alle på grund af spekulationer og store enkeltengagementer (Østrup, 2008).

Ovenstående belyser, at der foregik store spekulationer og blev taget store risici i de danske pengeinstitutter i perioden 1983-1992, hvilket understøtter tesen om, at det ikke kun var de makroøkonomiske ændringer, der var skyld i krisen på det finansielle marked. Der er ingen tvivl om, at krisen på boligmarkedet og den efterfølgende ændring i konjunkturforholdene var medvirkende til, at mange af pengeinstitutterne brød sammen. Disse institutter ville ikke være brudt sammen, hvis ikke det var for ændringerne i boligmarkedet, men samtidig viser dette, at institutterne var udsat store risici som følge af spekulationer i boligmarkedet.

En anden indikator på, at det ikke blot var de makroøkonomiske omstændigheder der lå til grund for krisen på det finansielle marked var, at spekulationer og overdreven risikotagning ikke kun fandt sted i

pengeinstitutterne men ligeledes fandt sted i forsikringssektoren, da disse for første gang forsøgte sig med en kombination af forsikringsselskab og pengeinstitut.

Et af de største forsikringsselskaber i Danmark på det tidspunkt, Baltica-koncernen, havde i slutningen af 1980'erne et mål om at opbygge store finansielle virksomheder, hvor forsikring og bankvæsen kunne kombineres med andre finansielle institutter. Der blev derfor etableret en bank, Baltica Bank, som kunne kombineres med forsikringsarbejdet. Ultimo 1990 havde Baltica Holding en egenkapital på 5,3 mia. kr. (Østrup, 2008).

En anden af Danmarks største forsikringsselskaber, Hafnia Holding, førte samme politik som Baltica Holding, og forsøgte sig med opkøb i både Baltica Holding og Baltica Forsikring i håb om at opnå en fusion imellem de to koncerner. Hafnia Holding havde ultimo 1990 ligeledes en egenkapital på 5,3 mia. kr. (Østrup, 2008).

Fusionen var dog ikke mulig, og Hafnia Holding havde i forbindelse med de store opkøb opbygget en tyngende gæld. Via due diligence udarbejdet af et købsinteresseret selskab i forbindelse med opkøb af Hafnia, kommer det frem, at koncernen havde ulovligt finansieret aktionærlån, som var brugt til finansiering af aktieopkøb. Det købsinteresserede selskab valgte derfor ikke at investere i Hafnia Holding og til trods for andre købstilbud blev det den 18. August 1992 konstateret, at koncernens egenkapital var negativ, og Hafnia Holding gik konkurs i maj 1993 (Østrup, 2008).

Baltica Bank var i mellemtiden gået ind på ejendomsmarkedet som formidler, og der var blevet påbegyndte store byggerier. Efter nogle år med store investeringer i byggeprojekter og ejendomsinvesteringer, endte Baltica Bank ligeledes med en negativ egenkapital, og gennem salg af aktier og fusioner mellem datterselskaber i Baltica-koncernen fik Den Danske Bank kontrol over Baltica Bank i 1995 (Østrup, 2008).

Ovenstående belyser, at spekulationer og risikotagning var en stor del af aktørernes hverdag på det finansielle marked, og derved spillede en vigtig rolle i de mange sammenbrud på det finansielle marked i perioden 1987-1992. Finn Østrup argumenterer ligeledes kraftigt for, at de interne forhold havde en stor indflydelse under denne finanskrise;

"Andre kilder lægger særlig vægt på ledelsessvigt som en hovedårsag bag krisen. (...) Ledelsen har udvist en urealistisk vurdering af kreditrisiciene, ligesom der har været manglende styring af store kunder, manglende overblik samt manglende interesse for kontrol med kreditrisici. Direktionen har ofte været for "vækstfikseret" og haft volumensyge. Der har været en for stor koncentration af dårlige

engagementer. Det vurderes, at en svag bestyrelse har været en væsentlig medvirkende årsag i knap 2/3 af de undersøgte tilfælde” (Østrup, 2008, p. 80).

5.2.3 Økonomisk teori

Minskys teori om udvidet kreditmuligheder gør sig endnu engang gældende under ovenstående finanskriser. Det makroøkonomiske chok i form af konjunkturomvæltningen ville ikke have haft ligeså stor påvirkning på pengeinstitutternes evne til at overleve, hvis ikke der havde været den store mængde udlån i årene op til.

Den makroøkonomiske faktor skal dog ikke tillægges alt for stor opmærksomhed under denne finanskriser, da den mikroøkonomiske faktor forstået ved den asymmetriske information spiller en stor rolle.

Der findes ikke data til at belyse, hvorvidt der er tale om adverse selection eller moral hazard, men eksempler som Kronebank og Hafnia Holding bevidner om den asymmetriske information, der uden tvivl må have været på det finansielle marked.

Hafnia Holding består som et eksempel på adverse selection. De ulovligt finansierede lån er et udtryk for, at ledelsen har vidst inden lånet blev udstedt, at dette var ulovligt, men resten af markedet har ikke kendt til lånets eksistens før et andet selskab foretager due diligence på Hafnia Holding.

Kronebank er ligeledes et eksempel på adverse selection. Instituttet er ikke selv til stede i markedet i Nigeria, og kan derfor kun forholde sig til oplysninger givet af låntager, i dette tilfælde entreprenørgruppen. Det er derfor ikke utænkeligt, at entreprenørgruppen har udeladt vigtige informationer eller at instituttets screeningsproces ikke har været tilstrækkelig, da lånet omhandlede investering i udlandet.

Til slut kan det ligeledes argumenteres, at free-rider problemet er til stede i markedet. Efter due diligence af Hafnia Holding er der andre selskaber, der byder på koncernen men ingen af beløbene er tilstrækkelige til at dække den negative egenkapital. Selskaberne, der byder efter due diligencen er lavet, ville formentlig have budt en anden pris for Hafnia Holding, hvis ikke det ulovlige aktionærlån var kommet til deres bevidsthed.

Det er derfor en blanding af konjunkturomvæltningerne og den asymmetriske information på markedet, der udgør starten på den finansielle kriser.

5.3 Forskelle og ligheder

De to ovenstående analyserede kriser er begge eksempler på økonomiske kriser, hvor både en finanskrise og en boligkrise finder sted.

De to kriser har mange ligheder. Bag krisen ligger for begges vedkommende en konjunkturændring, hvor der har forekommet højkonjunktur i årene op til krisens start. Helt overordnet set vil dette formentlig være årsagen bag langt de fleste kriser.

Ligeledes har de to kriser ligheder ved udvidede kreditmuligheder i årene op til kriserne. Disse udvidede kreditmuligheder og derved øget udestående for pengeinstitutterne har i begge kriser medført, at institutterne har stået sårbare og med store risici, når konjunkturændringerne er indtrådt.

Forskellene i de to kriser skal bl.a. findes ved, at de respektive kriser opstår på forskellige markeder. Krisen i 1920-1933 opstår på det finansielle marked, hvor markedet oplever chok i form af fald i den danske krones internationale værdi, manglende efterspørgsel af eksportvarer samt faldende priser. Disse chok påvirker specielt arbejdsløsheden og derigennem den disponible indkomst samt renteutviklingen, hvilket har en påvirkning på boligmarkedet. Denne påvirkning kommer til udtryk ved faldende indkomster og stigende ydelser, og da dette ikke harmonerer, fører det til stigende misligholdelser og derved et stigende antal tvangsauktioner.

Krisen i 1987-1992 starter derimod på boligmarkedet. Den stigende arbejdsløshed medfører faldende indkomster, og sammen med politiske tiltag og en stigende kort rente medfører dette større ydelser på boliglån. Dette bevirker, at mange ikke har mulighed for at overholde deres forpligtigelser over for långiver, hvilket medfører et stigende antal tvangsauktioner.

Disse tvangsauktioner samt politiske tiltag får ikke kun konsekvenser for boligmarkedet men ligeledes for det finansielle marked.

Årsagerne til finanskrisen i 1987-1992 skal hovedsageligt findes i den asymmetriske information, som kommer til udtryk på flere måder i markedet. Den asymmetriske information leder til store risici i mange af pengeinstitutterne, som medfølger sammenbrud. I forhold til finanskrisen i 1920 er det derfor ikke de udvidede kreditmuligheder, der i første omgang gør udslaget for sammenbruddene i pengeinstitutterne men derimod en stigning i risici.

Selvom de to kriser har forskellige opstart og forskelligt forløb, er resultaterne de samme. På boligmarkedet viser krisen sig i form af tvangsauktioner, mens det finansielle marked er præget af sammenbrud i pengeinstitutterne.

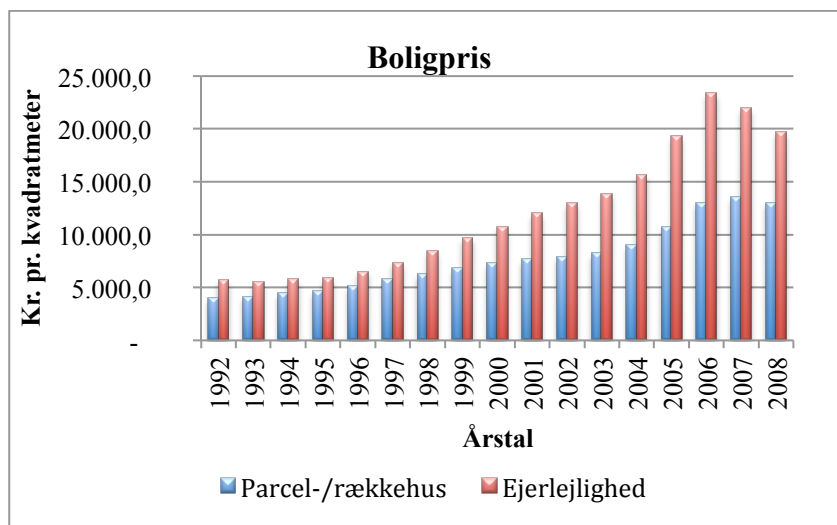
Kapitel 6 – Krisen i 2008⁵

Efter krisen i 1992 gik det fremad for dansk økonomi. Som resten af verden blev landet ramt af IT-boblen i år 2000 samt terrorangrebet den 11. September 2001, hvilket medførte et fald i en ellers stigende BNP kurve. Dette til trods formåede Danmarks BNP at stige med 52,37 pct. i perioden fra 1992 til 2003 (Danmarks Statistik), og stigningen fortsatte i årene efter.

Boligmarkedet nød godt af det stigende forbrug, da boligpriserne havde en stigende kurve i ovenstående periode, og i 2003 tog markedet for alvor fart, hvilket ledte til stigninger på 85 pct. på landsplan (Rangvid, 2013). Økonomer forsøgte at advare om, at boligpriserne måtte vende på et tidspunkt, men ligesom ved optakten til den tidligere krise, var overbevisningen endnu en gang klar; *This-time-is-different*.

6.1 Boligkrisen 2006

Boligprisernes fald i 1987-1992 blev i årene efter rettet op, og generelt set oplevede boligmarkedet en stigning i priserne helt frem til 2006, hvilket fremgår af figur 19.



Figur 19: Realiseret handelspriser i perioden 1992-2008 (Realkreditrådet)

Figur 19 viser, at priserne for alvor steg fra 2003 og frem til 2006, hvilket var en tendens, der gjorde sig gældende for hele den danske økonomi. Der var stigning på det finansielle marked, og specielt ejendomshandel var en succesparameter. Antallet af solgte huse steg, og det samme gjorde antallet af

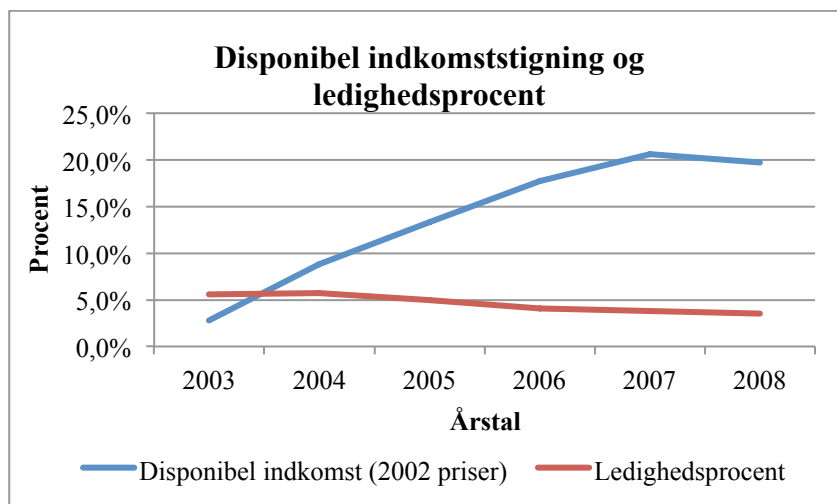
⁵ Dette kapitel er hovedsageligt analyseret på baggrund af rapporten "Den Finansielle Krise i Danmark" udgivet af Erhvervs- og Vækstministeriet. Den er skrevet af et udvalg men vil i denne afhandling gengives med Jesper Rangvid som hovedforfatter.

påbegyndte byggerier. Sidstnævnte var en indikator for forventninger om prisstigninger, da den stigende mængde af påbegyndte byggerier antyder, at Tobin's $Q < 1$.

Den kraftige stigning i boligpriserne satte økonomernes boligprismodeller på prøve, da man gerne så stigning forklaret via fundamentals, hvilket efterfølgende viste sig ikke var så lige til.

6.1.1 Fundamentals

I forhold til de to forrige kriser, hvor arbejdsløshed og derigennem den disponible indkomst har haft en stor indflydelse på boligmarkedet, er dette ikke parametre, der skal tildeles synderlig signifikans for boligkrisens opstart i 2006. Som det ses i figur 20 steg den disponible indkomst i perioden 2003-2008. Ligeledes var arbejdsløsheden i samme periode på et historisk lavt niveau og nedadgående i den givne periode, hvilket ligeledes fremgår af figur 20.

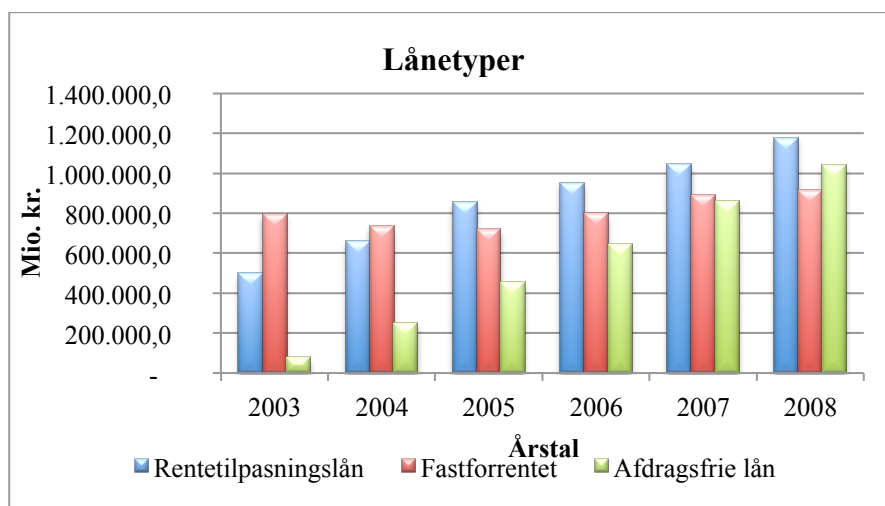


Figur 20: Disponibel indkomststigning og ledighedsprocent i perioden 2003-2008 (Danmarks Statistik)

I tidligere kriser er begge disse parametre faldende under krisens start, og boligmarkedets sammenbrud i 2006 kan derved ikke tilbageføres til den disponible indkomst og arbejdsløshed, da det fremgår af figur 20, at indkomsten har været stigende og arbejdsløsheden faldende i årene efter 2006. Disse faktorer har derimod påvirket positivt til boligprisernes udvikling i årene efter krisens start, da den boligøkonomiske grundmodel tilsiger en positiv korrelation mellem indkomst og boligpriser.

Lånemuligheder

Siden boligkrisen i 1987-1992 er der forekommet to skelsættende ændringer på boligmarkedet. I 1996 blev det muligt at optage lån med variabel rente, og i 2003 indførtes afdragsfrihed. Variabel forrentet lån slog først for alvor igennem efter årtusindeskiftet, og selvom indførelsen skete ca. 10 år inden krisen, har denne været en vigtig parameter i analysen af boligkrisen i 2006. Det fremgår af figur 21, at fastforrentet lån var den foretrukne låneform under højkonjunktursens start, men som højkonjunktursen fik fremgang, blev denne låneform nedprioriteret, og rentetilpasningslån vandt frem på markedet. Afdragsfrihed havde ligeledes stigende popularitet blandt danskerne i perioden fra 2003-2008 jf. figur 21, da denne gav mulighed for at nedbringe højere forrentet gæld med et lavere forrentet boliglån. Desværre så mange danskere også afdragsfriheden som en mulighed for øget forbrug (Rangvid, 2013).



Figur 21: Fordeling af lånetyper i perioden 2003-2008 (Danmarks Statistik)

Overgangen fra fastforrentet lån til variabelt forrentet lån lagde en øget risikobyrd på både låntager og långiver. Den øgede risiko forekom i begges tilfælde ved refinansieringen. Jo oftere et lån skal refinansieres, desto større er risikoen for låntager for, at betalingerne på lånet vil stige i fremtiden. Ligeledes er risikoen for långiver, at låntager ikke har mulighed for overholde forpligtigelserne på det nye lån.

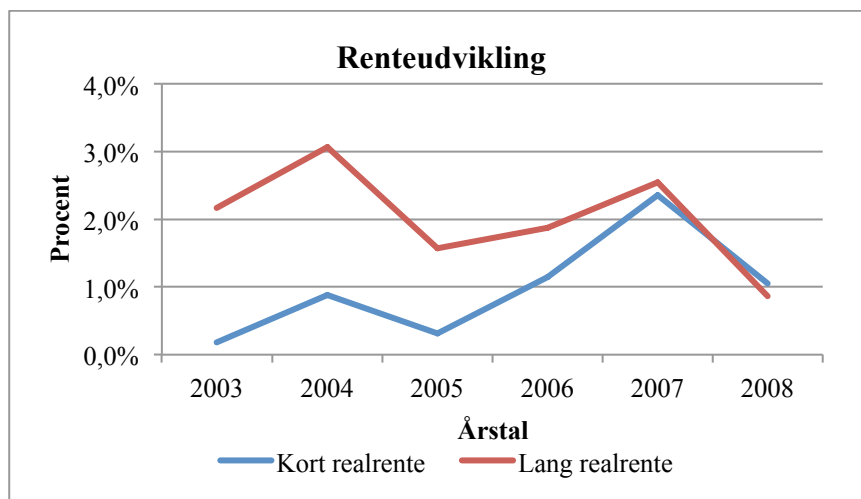
Muligheden for afdragsfrihed har haft en væsentlig indflydelse på udlånskvoten, og ved at det er blevet lettere at låne penge, kan det argumenteres, at afdragsfriheden havde indflydelse på husprisstigningerne fra 2003 og fremefter. Det kan ikke dokumenteres, hvor stor en påvirkning, afdragsfriheden har haft, men den væsentligste årsag til dennes påvirkning var, at førsteårs-ydelsen kunne reduceres kraftigt.

Mange af boligmarkedets aktører er kortsynet, og muligheden for en lavere førsteårs-ydelse var derfor tiltalende for mange (Rangvid, 2013).

Afdragsfrihedens popularitet steg ligeledes som følge af den favorable renteutvikling, som foregik i perioden fra 2003-2006.

Renteudvikling

Renteudviklingen i årene 2003-2006 var sammen med de nye lånemuligheder med til at drive huspriserne opad. Renteudviklingen i figur 22 viser, at rentekurven i starten af perioden var meget stejl, dvs. der var stor forskel mellem den lange og den korte realrente. I sådanne situationer har befolkningen en tilbøjelighed til at vælge variabelt forrentet lån, da den korte rente falder hurtigere end den lange rente.



Figur 22: Renteudviklingen i perioden 2003-2008 (Danmarks Statistik)

Den stejle rentekurve i kombination med de meget lave realrenter gjorde interessen for et variabel forrentet lån endnu større, da kombinationen af den lave rente og afdragsfrihed gjorde førsteårs-ydelserne lavere og dermed mere attraktive for låntager. Ligeledes gav det mulighed for, at nye låntagere kunne træde ind på markedet, da boligkøbere kunne opnå forøgelse af rådighedsbeløbet ved at vælge enten afdragsfrihed, variabel rente eller en kombination af disse ved optagelse af boliglån (Rangvid, 2013).

Renteudviklingen bidrog derfor sammen med de nye låneformer positivt til husprisernes vækst i perioden 2003-2006, da de gjorde det muligt både for eksisterende men hovedsageligt også for nye låntagere at komme ind på boligmarkedet under nogle vilkår, som ikke havde været mulige før.

Den korte rente steg i perioden 2006-2008, hvilket lagde en dæmper på fordelen ved det variable lån i forhold til det fastforrentede, hvilket påvirkede boligpriserne i en negativ retning jf. figur 19.

Renten er en af de fundamentals, der har en negativ korrelation med boligpriserne, og Økonomi- og Erhvervsministeriet lavede derfor i 2005 en følsomhedsanalyse af renteutviklingens påvirkning på boligpriserne.

Følsomhedsanalysen viste, at en stigning i renten på 1 pct. point ville medføre et fald i boligpriserne på 3,5 pct. efter et år og ca. 4,5 pct. efter tre år (Økonomi- og Erhvervsministeriet, 2005).

Fra 2005 til 2006 steg den korte rente 0,95 pct. point mens den lange rente steg 0,41 pct. point. Ifølge følsomhedsanalysen skulle boligpriserne derved falde ca. 3 pct. efter det første år og ca. 4 pct. efter tre år. Dette er langt fra tilfældet. Fra 2006 til 2007 faldt boligpriserne ganske vidst med ca. 2,38 pct., men efter tre år faldt boligpriserne ikke 4,5 pct. men derimod 11,37 pct. (Danmarks Statistik). Prisfaldet i 2006 kan derved til dels forklares via renteutviklingen, men som ovenstående belyser, opfanger følsomhedsanalysen og dermed ministeriets boligprismodel langt fra hele årsagen til prisfaldet.

Prisforventninger

Prisforventninger er en psykologisk faktor, som jf. kapitel 2.1.2 tager sit udgangspunkt i foregående år. Efter et årti med stigende boligpriser må forventningerne i 2005 have været, at de fremtidige boligpriser ville stige. Dette understøttes ligeledes af en undersøgelse foretaget af Økonomi- og Vækstministeriet, som dokumenterede, at danskerne var optimistiske ang. boligpriser;

”Efter mere end 10 år med stigende boligpriser er forventningerne til fremtidige prisstigninger på boligmarkedet temmelig optimistiske. (...) Der er udbredte forventninger til, at boligmarkedet i de kommende år vil være præget af værdistigninger. (...) Seks ud af ti danskere forventer, at boligpriserne vil fortsætte med at stige – eller stige markant – i de kommende 12 måneder. Ikke én af de 1000 adspurgte danskere forventer markant faldende boligpriser” (Økonomi- og Erhvervsministeriet, 2005, p. 12).

Prisforventninger kan derfor til dels bruges til at forklare det, der ikke kan forklares via de økonomiske modeller. I dette tilfælde kan prisforventninger til dels forklare prisfaldet i årene efter 2006. I 2006 faldt priserne kraftigt jf. figur 19, og i 2007 var forventningerne til de fremtidige prisstigninger derfor justeret kraftigt i forhold til tidligere år, men markedet var stadig optimistisk. 2008 kom efter to år med nedgang i boligpriserne, og da finanskrisen indtrådte i dette år, lagde dette ekstra pres på de

nedadgående forventninger, som derved kan forklare en stor del af det kraftige, uforudsete prisfald i 2009. Økonomi- og Erhvervsministeriet argumenterede ligeledes i deres rapport for, at prisforventninger spillede en stor rolle i prisudvikling 2003-2006;

”Den manglende forklaringsgrad i de seneste år kan endelig skyldes, at boligpriserne er drevet af et spekulativt element. Det er tilfældet, hvis der købes boliger på baggrund af forventninger til fremtidige boligprisstigninger, og disse forventninger samtidig afviger markant fra, hvad realøkonomien tilsiger” (Økonomi- og Erhvervsministeriet, 2005, p. 9).

De store prisstigningsforventninger i 2005 satte sammen med de nye låneformer gang i forbruget hos mange danskere, da mange optog lån i den stigende friværdi til at understøtte et merforbrug i privatøkonomien. Som ovenstående ligeledes belyser var befolkningen overbeviste om, at stigningerne ville fortsætte, og mange syntes at agere efter *this-time-is-different*-overbevisningen med den anskuelse, at successen på boligmarkedet ikke kunne vende.

6.1.2 Danmarks første boligboble

Ovenstående fundamentals giver et indblik i, at der ikke ligger økonomisk fornuft bag boligprisernes kraftige stigninger i 2003-2006 og det efterfølgende fald. Det er derfor relevant at analysere, om Danmark led under landets første boligboble i den givne periode.

Finansielle bobler er vældig interessante at analysere, men det er oftest svært at forudsige en boble samt at konstatere, når man er i en (Lunde, 2007). De to økonomer, Case & Shiller, har jf. kapitel 3.1.1 klarlagt en række kriterier, der ifølge dem er til stede, når et marked befinder sig i en boble, og det er på baggrund af disse, at det danske boligmarked bliver analyseret med henblik på at be- eller afkræfte, om Danmark oplevede sin første boligboble i 2003-2006.

Boligkøb som en investering grundet forventninger om merprisstigninger

Med udgangspunkt i figur 3 ses det, at det første kriterium for at være i en boligboble er, at et boligkøb ses som en investering. Som nævnt vil en bolig som hovedregel antage to former for goder; et investeringsgode og et forbrugsgode. Det må derfor antages, at et boligkøb altid anses som en investering, men hvorvidt et boligkøb foretages udelukkende for investeringsgodet er ikke muligt at analysere yderligere.

Hvis man i stedet lægger det andet kriterium, forventninger om merprisstigninger, sammen med faktoren om boligkøb som en investering, bliver analysen en anden og mere håndgribelig.

Forventninger om merprisstigninger blev dokumenteret i ovenstående afsnit. Undersøgelsen foretaget af Økonomi- og Erhvervsstyrelsen i 2005 viste, at befolkningen havde en klar forventning om stadig stigende priser. Dette dokumenteres ligeledes ved det faktum, at boligejere under de stigende boligpriser købte ny bolig før den gamle var solgt. Det argumenteres, at dette blev gjort med forventning om at få en endnu større kapitalgevinst (Rangvid, 2013), og med dette som belæg, findes det rimeligt at antage, at mange boligkøb blev foretaget som en investering grundet forventninger om merprisstigninger.

Aktuelt nyhedsstof

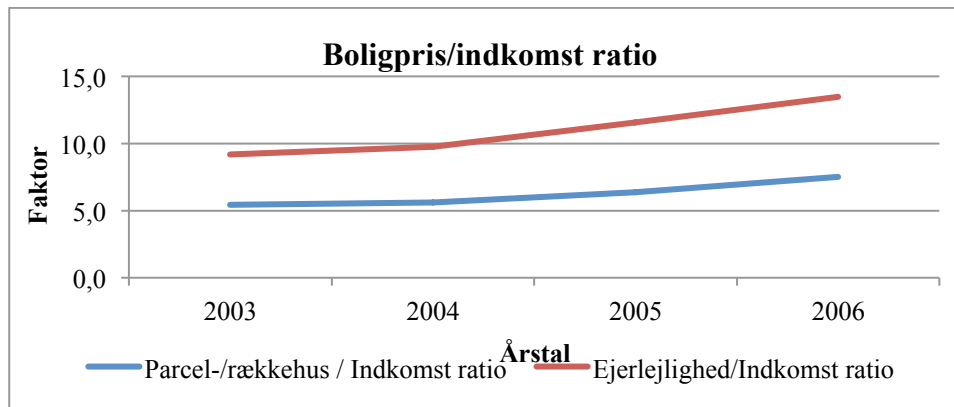
Et tredje kriterium jf. figur 3 er, at boligpriserne er aktuelt nyhedsstof. I 2003-2006 er det et kvalificeret bud, at boligpriser var et yndet samtaleemne i perioden, da boligpriser var et aktuelt emne i de danske medier. Infomedia bevidner om, at i 2006 blev ordet ”boligmarked” brugt i 6.570 artikler og/eller TV-indslag. Til sammenligning blev ordet ”fodboldlandshold” nævnt ca. halvt så mange gange (3.990), og dette til trods for, at Danmark er en fodboldnation, og at der i 2006 afholdtes VM.

Ses mediebevågenheden omkring denne boligkrise i forhold til de forrige boligkriser, er det tydeligt, at der har været større fokus på boligmarkedet i perioden 2003-2008. Til sammenligning var ordet ”boligmarked” kun anvendt i 199 artikler i 1990. Det skal dog understreges, at den kraftige udvikling i teknologien ligeledes har gjort det lettere for medierne at skabe sig adgang til databaser, hvilket har gjort det muligt for dem at videreproducere viden om boligmarkedet til den danske befolkning, som derigennem ligeledes har haft muligheden for at diskutere denne viden med hinanden.

Boligpris/indkomst ratio

Et fjerde kriterium er, at boligpris/indkomst rationen er stigende, og med udgangspunkt i udviklingen i figur 23 er dette kriterium opfyldt.

Figuren viser ændringen af ratioen boligpris/indkomst. Y-aksen angiver den faktor, hvormed boligprisen er større end indkomsten. I 2003 har boligpriserne en faktor på 5,4 i forhold til parcel-/rækkehus, hvilket er ensbetydende med, at parcel-/rækkehus priserne er 5,4 gange større end indkomsten.



Figur 23: Udvikling i boligpris/indkomst ratio i perioden 2003-2006 (Danmarks Statistik)

Figuren viser, at parcel-/rækkehus priserne i forhold til indkomst udvikler sig fra en faktor 5,4 i 2003 til en faktor 7,50 i 2006. Ligeledes viser figuren, at ejerlejlighedsfaktoren stiger fra 9,17 i 2003 til 13,48 i 2006.

Pres mod at blive boligejer

Det femte kriterium, pres mod at blive boligejer, er et af de kriterier, der er svære at dokumentere. Det kan ikke med sikkerhed dokumenteres, at den stigende efterspørgsel skyldes en stigning af førstegangskøbere, men Økonomi- og Erhvervsministeriet (2005) argumenterer i deres økonomiske model for, at de stigende boligpriser bl.a. skyldes mange førstegangskøbere på markedet. Det må formodes, at med udsigt til stigende boligpriser er der flere førstegangskøbere, der er gået ind på markedet tidligere end planlagt i frygt for ikke at kunne få kreditadgang, hvis forventningerne om prisstigninger blev en realitet (Økonomi- og Erhvervsministeriet, 2005).

Boliginvestering har lav risiko

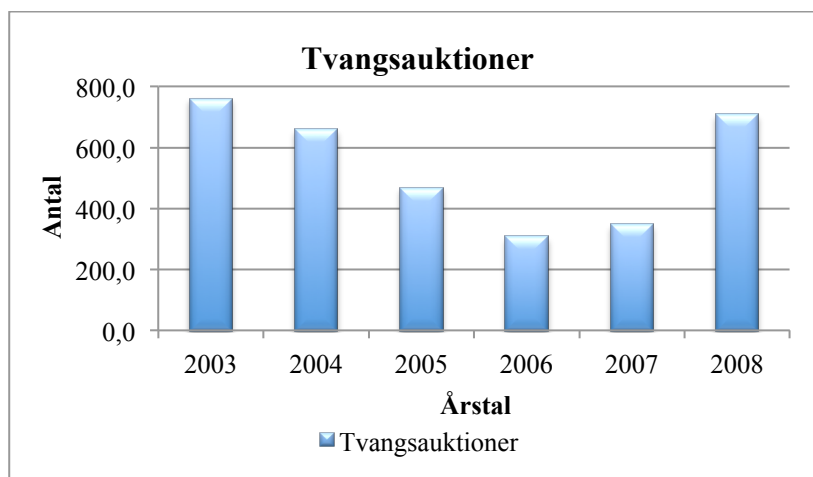
Et sjette kriterium er, at investorerne, dvs. boligkøberne, ser boligkøb som en investering med lav risiko. Markedets overbevisning i 2005 var, at boligpriserne kun kunne fortsætte med at stige jf. Økonomi- og Erhvervsministeriets undersøgelse, og den danske befolkning må derfor have anset boligkøb som en investering med lav risiko. De nye lånemuligheder gjorde det muligt med meget lave førsteårs-ydelser samtidig med, at den faldende korte rente gjorde det variabelt forrentede lån attraktivt og fordelagtigt. Der var ikke taget højde for, at boligejere, som ejede to boliger, kunne risikere at blive belastet af en usolgt bolig, hvis priserne begyndte at falde. Denne risiko var ikke indregnet, for i manges øjne var den ikke en realitet. Markedet var stadig enige; priserne kunne ikke falde, de kunne kun stige, da dette havde været realiteten indtil videre.

Boligboblen bristede og priserne faldt

I 2006 begyndte boligpriserne at falde. Prisfaldet kom som en kombination af et mættet marked og en stigende rentekurve. Som det ses i figur 22 er den korte rente stigende fra 2005 og frem til 2008. I denne periode bliver det mindre fordelagtigt at optage variabelt forrentede lån, hvilket mindskede incitamentet for førstegangskøbere til at skynde sig ud på boligmarkedet. Ligeledes er markedet ”mættet” i 2006, hvilket vil sige, at i stedet for at have en større efterspørgsel end udbud, var markedet nu præget af et større udbud end efterspørgsel. Mætningen i markedet konkluderes desuden ved det faktum, at mængden af nybyggeri er nedadgående fra 2006 (Danmarks Statistik).

Det kraftige prisfald kan jf. Økonomi- og Erhvervsministeriets følsomhedsanalyse dog ikke forklares udelukkende af ovenstående fundamentals, og det må derfor konkluderes, at Danmark befandt sig i en boligboble i perioden fra 2003-2006.

Som ved de to forrige kriser, medførte denne boligkrise en stigning i tvangsauktionerne, hvilket fremgår af figur 24. I forhold til de tidligere kriser skal det dog bemærkes, at tvangsauktionerne først steg kraftigt i 2008, da det finansielle marked brød sammen. I 2007, dvs. året efter nedgangen i boligpriserne er startet, var tvangsauktionerne steget en smule men ikke nær så markant som det var tilfældet ved de tidligere kriser.



Figur 24: Gennemsnitlig antal tvangsauktioner i perioden 2003-2008 (Danmarks Statistik)

De nye låneformer var som sagt en af de afgørende faktorer til krisens start, men samtidig bidrog de i høj grad til, at boligkrisen ikke ramte ligeså hårdt som det kunne være forventet, da boligboblen bristede. Den lave ydelse bidrog til at holde antallet af misligholdte lån nede (Rangvid, 2013), og havde

boligboblen været alene, og uroen på det finansielle marked ikke eksisteret, havde der formentlig været tale om ”blød landing”, hvor boligpriserne på sigt var gået tilbage til ligevægtspriser sammen med udbud/efterspørgsel relationen. Desværre for den danske økonomi blev dette ikke tilfældet, og finanskrisen forstærkede og forværrede derved den vending, der allerede var i gang i dansk økonomi (Rangvid, 2013).

6.1.3 Økonomisk teori

Denne boligkrise opstår som følge af en kombination af udvidede kreditmuligheder samt boligboblens bristen. Minskys teori analyserer, at det kun er muligt for konjunkturomvæltningen at få så stor indflydelse, fordi boligmarkedet er i en boble med udvidede kreditmuligheder samt optimistiske låntagere med lave risikoforventninger.

Minsky argumenterer, at når økonomien er i en opadgående kurve, således er kreditmulighederne det også. Dette gør sig gældende i perioden 2003-2006, da kreditmulighederne bliver udvidet allerede før krisen i 1996 med variabel forrentet lån og i 2003 med muligheden for afdragsfrihed. Specielt fra 2003 og frem er økonomien stærkt opadgående i Danmark, og mange låntagere opnår merafkast på deres boliginvesteringer. Dette får flere låntagere til at gå ind på markedet, og låntager med en risikoavers profil indgår enten som risikoneutral eller risikovillig pga. de høje prisforventninger.

I 2006 brister boligboblen, og det samme gør låntagernes risikovillighed.

Når en boligboble brister, bliver markedet koldt, hvilket får boligmarkedet til at gå i stå. Jf. Leamer vil boligejere hellere beholde boligen frem for at sælge i dårlige tider. Dette gjorde udslaget i, hvorfor så mange boligejere kom til at sidde med to boliger, da boblen bristede. De oprindelige tiltænkte købere af den bolig, der skulle sælges, kunne nu ikke få solgt deres egen bolig til den pris, de var villige til at sælge for og valgte derfor at blive boende i stedet for at købe nyt. Dette bevirkede at flere låntagere, der havde købt ny bolig før den gamle var blevet solgt, risikerede at sidde med udgifter til to boliger, udgifter det ikke var muligt for alle at blive ved med at dække.

De nye lånemuligheder var medvirkende til de store prisstigninger, men de var ligeledes medvirkende til, at boligmarkedet ikke blev ligeså hårdt ramt som ved tidligere kriser, da krisen indtrådte. Havde det ikke været for finanskrisen i 2008 havde tvangsauktionerne formentlig ikke haft samme omfang, og boligmarkedet havde fået en blød landing.

6.1.4 Boligkrisens adskillelse fra tidligere boligkriser

Boligkrisen i 2006 har væsentlige forskelle og ligheder med de to forrige boligkriser i Danmark, men generelt set må det konkluderes, at boligkrisen i 2006 havde et aspekt, som ingen af de forrige kriser havde; en boligboble!

Krisen i 2006 startede efter en højkonjunktur, hvor øgede kreditmuligheder spillede en stor rolle, og hvor de nye lånemuligheder gav øgede risici for långiver og låntager. Dette gjorde sig ligeledes gældende for de tidligere boligkriser. Denne boligkrise opstår dog ikke efterfølgende grundet konjunkturomvæltninger men i stedet som følge af en boligboble, der brister. De tidligere kriser har ved krisens start medført en kraftig stigning i tvangsauktioner. Dette gør sig ikke gældende for boligkrisen i 2006. Her holdt de nye lånemuligheder hånden under boligmarkedet, og krisen på boligmarkedet medførte derfor til en start ikke den samme ubalance på det finansielle marked, som de tidligere kriser har gjort.

Boligkrisen i 2006 adskiller sig derved uden tvivl fra begge tidligere kriser ved det faktum, at krisen opstår som følge af en bristet boligboble og ikke som følge af økonomiske faktorer.

Forskel mellem 1920 og 2006

I 1930 ses boliger som et forbrugsgode. Størstedelen af ejerboligerne var landbrug, som i mange tilfælde var gået i arv gennem flere generationer. Den gang blev boliger ikke købt med videresalg for øje, de blev købt for at forbruge og for at generationerne efter havde tag over hovedet. Boligkrisen i 1930 opstod som følge af krisen på det finansielle marked via den faldende arbejdsløshed, den derigennem faldende indkomst samt renteutviklingen. Det medførte stigende omkostninger for boligejerne, og disse omkostninger gjorde den faldende indkomst det umuligt at imødekomme. Faldet i boligpriserne skete i 2006 ikke hovedsageligt på baggrund af finansielle faktorer men på baggrund af boligboblen som bristede som følge af større udbud end efterspørgsel. Boligkrisen i 2006 opstod dermed ikke som følge af en krise på det finansielle marked, tværtimod var det finansielle marked stadig i højkonjunktur, da boblen bristede.

Forskel mellem 1987 og 2006

Krisen i 1987 startede i modsætning til krisen i 1930 på boligmarkedet. Prisstigningerne skyldtes hovedsageligt øgede lånemulighederne samt faldende arbejdsløshed og derigennem stigende indkomster. Indførelse af Kartoffelkuren satte en stopper for boligprisernes kraftige stigning, hvilket medførte fald i nybyggeri, stigende arbejdsløshed og faldende indkomst. Den faldende indkomst

påvirkede sammen med de faldende renter låntagers mulighed for at overholde forpligtigelser med pengeinstitutterne, hvilket medførte misligholdelser og tvangsauktioner. De mange tvangsauktioner medførte tab og nedskrivninger på gæld for pengeinstitutter, hvilket ikke alle institutter var i stand til at håndtere. Dette medførte store problemer på det finansielle marked, da en del pengeinstitutter i de efterfølgende år måtte gå konkurs eller lade sig opkøbe for at overleve.

Boligkrisen i 2006 adskiller sig fra denne krise ved, at selvom begge kriser er first mover og derved starter krisen på det finansielle marked, leder boligkrisen i 2006 ikke direkte til finanskrisen i 2008 som det er tilfældet ved boligkrisen i 1987. Boligmarkedet kommer til at spille en stor rolle for Danmarks økonomi, da det internationale finansielle marked bryder sammen, men havde det ikke været for nedbruddet på det finansielle marked, havde boligkrisen i 2006 med stor sandsynlighed medført en blød landing og dermed ikke en krise på det finansielle marked.

Det må derfor konkluderes, at boligkrisen i 2006 adskiller sig fra de tidligere kriser på flere måder. Hovedsageligt adskiller boligkrisen i 2008 sig ved det faktum, at denne krise opstår som følge af en bristet boligboble, men ligeledes medfører denne boligkrise ikke samme konsekvenser som de tidligere kriser, og Danmark havde ved denne krise en mulighed for at få en blød landing.

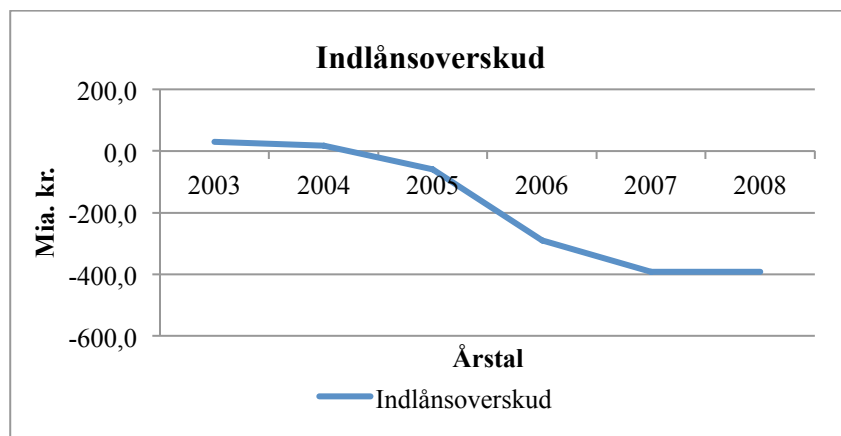
6.2 Finanskrisen i 2008

Danmark oplevede en general højkonjunktur i perioden 2003-2006. Arbejdsløsheden var på et historisk lavt niveau, hvilket medførte øget privatforbrug grundet en større disponibel indkomst og øget real BNP vækst. BNP havde været udsat for negativ realvækst i starten af 00'erne grundet IT-boblen i 2000 samt terrorangrebet i 2001, men dette vendte i 2003.

Den stigende realvækst og det øgede privatforbrug bidrog til den positive konjunkturudvikling, men det samme gjorde den øgede udlånskvote. De nye låneformer blev, trods deres øgede risici i forhold til fastforrentede lån, ikke prissat anderledes og havde derfor en forholdsvis lille risikopræmie. Dette gjorde det fordelagtigt at optage variabel forrentede lån, hvilket medførte en kraftig stigning i udlånskvoten fra 2003-2008 på 118,94 pct. (Rangvid, 2013).

Den kraftige stigning medførte en ændring i forretningsmodellen for de danske pengeinstitutter. Før 2003 var udlån finansieret via indlån foretaget i Danmark, men den stigende udlånskvote gjorde, at de danske pengeinstitutter var nødt til at udbyde markedsbaseret udlånsfinansiering, hvilket medførte et betydeligt indlånsunderskud, hvilket fremgår af figur 25. Dette indlånsunderskud betød, at pengeinstitutterne fra 2005, hvor indlånsunderskud blev en realitet jf. figur 25, blev afhængige af

markedsfinansiering, og derved gjorde institutterne sig yderst sårbare over for ændringer på det internationale finansielle marked (Rangvid, 2013).



Figur 25: Indlånsoverskud i danske pengeinstitutter i perioden 2003-2008 (Nationalbanken)

6.2.1 Eksterne forhold

Selvom den internationale økonomiske udvikling har været i gang siden 1800-tallet, har de seneste årtiers fremgang på det internationale marked haft stor indflydelse på Danmarks økonomiske udvikling. Dette har skabt mange positive aspekter, men ligeledes større udfordringer og nye risici, der skulle tages hensyn til. Internationaliseringen af det finansielle marked har medført, at mange lande står over for de samme risici, og da Danmark er tæt integreret med både EU-landene og resten af verdensøkonomien, står landet ligeledes eksponeret over for samme risici som resten af verdensøkonomien (Rangvid, 2013).

Den finansielle sektor gennemgik store forandringer i årene inden krisen i 2008, idet der blev indført nye finansielle produkter. Disse nye finansielle produkter omfattede bl.a. strukturerede obligationer, hvor eksempelvis et obligationselement og et optionselement kombineres til et produkt (Rangvid, 2013). Mange af obligationselementerne var udstedt på baggrund af subprime-lån i USA. Disse subprime-lån blev givet til mindre kreditværdige låntagere, som efterfølgende optog nye lån for at tilbagebetale de gamle, og så længe markedet og dermed friværdien i boligerne var i fremgang, forløb dette nogenlunde smertefrit (Sørensen, 2011).

De finansielle produkter havde til hensigt at skabe mere overblik og mindske risiciene på det finansielle marked, og da det var muligt for pengeinstitutterne at sælge disse produkter uden en forøgelse af kapitalgrundlaget, vandt de hurtigt stor udbredelse (Rangvid, 2013).

Det skulle dog vise sig, at mere overblik og mindre risici ikke gjorde sig gældende for produkterne. I stedet for gennemsigtighed viste de sig at være uigennemskuelige og skrøbelige, og der blev derfor sået

tvivl om kvaliteten af de underliggende garantier for nogle af disse produkter. Produkterne var af international karakter, og usikkerheden prægede derfor ikke kun Danmark men ligeledes resten af verdensøkonomien.

Problemer på det amerikanske marked

Den internationale uro på det finansielle marked begyndte i 2007 i USA, hvor der opstod usikkerhed om låntagers tilbagebetalingsevne af disse subprime-lån. Subprime-lån blev som nævnt givet til låntagere, som ikke ville kunne opnå et normalt boliglån, da de ikke blev vurderet til at være kreditværdige. Subprime-lånene havde derfor højere rente end de resterende lån på markedet, da dette var pengeinstitutternes måde at kompensere for den ekstra risiko, de påtog sig ved udstedelse af disse lån.

Subprime-lånene var nogle af de underliggende aktiver bag de nye finansielle produkter på markedet, og da det rygtedes, at mange af låntagerne til disse lån ikke havde mulighed for at overholde forpligtelserne, spredte usikkerheden sig. Samtidig var der uenigheder om, hvor i systemet risikoen for disse lån skulle placeres, og uroen på det amerikanske marked spredte sig hurtigt til Danmark og resten af Europa grundet internationaliseringen af det finansielle marked (Rangvid, 2013).

Dansk økonomi var allerede i en afkølingsfase, da finanskrisen indtrådte. Boligmarkedet var vendt et par år tidligere, og nogle pengeinstitutter havde allerede måttet sande de første tab som følge af gevaldige nedskrivninger på ejendomsrelaterede engagementer (Abildgren, Buchholst, Qureshi & Staghøj, 2011). Indlånsunderskuddene i pengeinstitutterne var stadig stigende, hvilket gjorde, at institutterne til stadighed var afhængige af markedsfinansiering. I 2008 gik det store amerikanske bank- og handelskontor Lehman Brothers konkurs, hvilket medførte, at markedsfinansieringen blev meget begrænset. De danske pengeinstitutter havde nu svært ved at skaffe likviditet til de mange udlån, da kreditinstitutterne i store dele af verden stoppede med at yde lån til hinanden (Rangvid, 2013).

Den manglende tiltro til hinanden på det finansielle marked fik sammen med de faldende huspriser den konsekvens, at pengeinstitutterne var nødsaget til at hæve priserne på de finansielle produkter, hvilket gjorde det dyrere at optage lån. Den manglende markedsfinansiering havde ligeledes til følge, at risikoen steg yderligere på variabelt forrentede lån, da disse blev mere usikre med henblik på størrelsen af fremtidige ydelser.

Den finansielle krise opstod således i sin grundform i USA, men havde dansk økonomi ikke været i en afkølingsfase og derved været bedre rustet til at modstå, ville den finansielle krise sandsynligvis ikke have ramt ligeså hårdt (Rangvid, 2013). De interne forhold havde derfor endnu en gang en stor rolle i forhold til, hvilke pengeinstitutter der overlevede, og hvilke, der måtte dreje nøglen om.

6.2.2 Interne forhold

Udlånsvækst og indlånsunderskud

Høj udlånsvækst i årene fra 2003-2006 var ikke ualmindeligt for pengeinstitutterne grundet det store opsving på boligmarkedet. Indlånskurven havde ikke samme opsving, og institutterne måtte derfor ty til markedsbaseret udlånsfinansiering, hvilket medførte et stigende indlånsunderskud. Dette gjorde sig gældende hos størstedelen af de danske pengeinstitutter, men forskellen på de nødlidende pengeinstitutter og dem, der overlevede, var, at de nødlidende havde markant højere udlånsvækst og derigennem endnu hurtigere stigende indlånsunderskud i forhold til resten af sektoren (Rangvid, 2013). Den ekstraordinære høje udlånsvækst medførte stigende krav til kreditstyringsfunktionerne i pengeinstitutterne, hvilket fik en stor indflydelse, da dette er en komponent, der tager lang tid at opbygge. Med en stigende udlånsvækst og manglende kreditstyringsfunktion fik de nødlidende institutter hurtigt en ærgerlig tendens til at tiltrække nye men ikke nødvendigvis gode kunder, som bidrog yderligere til stigende risici.

I flere af de nødlidende institutter, hvor der efterfølgende er udarbejdet redegørelser af Finanstilsynet som følge af lovkrav §352a, fremgår manglende risikovurdering samt svag kreditstyring som nogle af hovedårsagerne til pengeinstitutternes kollaps.

I Finanstilsynets §352a redegørelse om Fionia Bank A/S skrives eksempelvis;

”Finanstilsynet konstaterede ved undersøgelsen adskillige mangler i styringen af banken. Bl.a. kan nævnes, at banken ikke havde foretaget de nødvendige kontroller og overvågning, kreditpolitikken ikke havde været overholdt, og at engagementerne ikke var konsoliderede efter reglerne” (Finanstilsynet, 2013, p. 1).

Fiona Bank A/S var jf. ovenstående en af de nødlidende pengeinstitutter, hvor der var foretaget en stigning i risikoen i årene inden krisen.

Stor koncentration af ejendomsengagementer

Mange af de danske pengeinstitutter oplevede en stigning i ejendomsengagementer i perioden op til finanskrisen, hvilket også gjorde sig gældende for de nødlidende pengeinstitutter. Endnu engang gjaldt det for nødlidende institutter, at disse havde en merstigning i forhold til resten af sektoren. De store risici ved store ejendomsconcentrationer er, at de er vanskelige at afvikle eller komme ud af uden betydelige tab (Rangvid, 2013). De nødlidende pengeinstitutter var derfor yderst udsat ved boligprisfaldet i 2006, hvilket også gjorde sig gældende for Fionia Bank A/S;

”Fionia Banks høje eksponering mod ejendomssektoren medførte, at banken havde en særlig høj risiko for at lide betydelig tab på sine ejendomsrelaterede udlån. I takt med forværringen på ejendomsmarkedet, forringedes disse kunders økonomiske styrke kraftigt i løbet af 2008, hvilket i sidste ende medførte, at en stor del af disse kunder gik konkurs” (Finanstilsynet, 2013, p. 5).

Ligeledes var de nødlidende institutter præget af store enkeltengagementer, forstået derved, at et enkelt eller få engagementer udgjorde størstedelen af udlånskvoten. I sådanne tilfælde vil instituttet gøre, hvad de kan for at opretholde disse engagementer i stedet for at afvikle dem, da tabene kan have store konsekvenser.

En yderligere risiko blev pålagt disse store engagementer, da størstedelen af dem omfattede ejendomsengagementer, og derved kom størstedelen af engagementerne i vanskeligheder samtidig.

Corporate governance

Corporate governance henviser til den måde, hvorpå en virksomhed bliver drevet på. Corporate governance er ledelsens ansvar, og Jesper Rangvid er blot en blandt mange til at kritisere ledelsesorganerne i ramte pengeinstitutter;

”Risikooopbygning i visse pengeinstitutter har haft et omfang, hvor den daglige ledelse og bestyrelsen burde have været bevidste om risikoen, og hvor bestyrelsen – i dets egenskab af kontrolorgan – burde have stillet sig særdeles kritisk overfor den daglige ledelse” (Rangvid, 2013, p. 279).

Rangvid argumenterer derved, at det ikke kun er ledelsen men ligeledes bestyrelsen, der ikke har været sin opgave voksen.

Netop sammensætningen af bestyrelsen og dennes virke som kontrolorgan har været en af de faktorer, som har gjort sig generelt gældende hos de nødlidende pengeinstitutter. Bestyrelsessammensætning er vigtig, da bestyrelsen skal hjælpe til at supportere ledelsen med råd og vejledning. Ligeledes er det bestyrelsens opgave at føre kontrol med direktionen. Har bestyrelsen ikke været sammensat af mennesker med rette kompetencer inden for institutternes forretningsmæssige forhold, har en fornuftig udførelse af ovenstående opgaver ikke været muligt. Dette har i manges tilfælde medført, at direktionen har fået en overskyggende magt, som de kunne bruge til at drive instituttet i egne interesser i stedet for i ejernes. Ved Fionia Bank A/S kom ovenstående kontrol med direktionen til udtryk ved følgende;

”Det fremgik af bankens kreditpolitik, at det primære forretningsområde var Fyn og Trekantsområdet, men banken havde en del engagementer uden for disse områder. Det fremgik derudover af kreditpolitikken, at banken ikke ønskede at finansiere developere af ejendomsprojekter uden let omsættelige sikkerheder, men banken havde en del engagementer i dette segment, og banken havde ikke krævet sikkerhed eller kautioner. Bankens havde desuden en række store engagementer, til trods for at banken ifølge sin kreditpolitik ikke ønskede at have engagementer større end 10 pct. af basiskapitalen” (Finanstilsynet, 2013, p. 6).

Incitamentsafklønning samt fratrædelsesordninger var to faktorer, hvor de nødlidende pengeinstitutter var eksempler på, hvordan det ikke skulle gøres. Incitamentsafklønninger har i de fleste tilfælde ført til, at ledelsen har handlet i egne, kortsigtede interesser og ikke i ejernes langsigtede interesse. Dette bevirkede yderligere risici og dermed større eksponering over for ændringer i markedet hos de nødlidende institutter (Rangvid, 2013).

Ovenstående faktorer dokumenterer endnu en gang, at pengeinstitutterne interne forhold spiller en væsentlig rolle, når det handler om overlevelsessevne på et skrøbeligt marked.

6.2.3 Økonomisk teori

Denne finanskriser er analyseret med udgangspunkt i Minskys teori om udvidede kreditmuligheder, Mishkins teori om asymmetrisk information samt Fishers teori om gældsdeflation.

Finanskrisen udsprang som følge af det makroøkonomiske chok på det internationale finansielle marked, da Lehman Brothers gik konkurs i september 2008. Lehman Brothers' konkurs og den efterfølgende forsigtighed på det finansielle marked fik en indflydelse på den danske økonomi, da flere

danske pengeinstitutter var blevet afhængige af markedsbaseret udlånsfinansiering. På det danske marked var man gået fra at finansiere udlån med indlån til at finansiere udlån via det finansielle marked. Danske pengeinstitutter havde derfor opbygget et gevaldigt indlånsunderskud og var afhængig af det udenlandske finansielle marked. Ligeledes havde Danmark i årene op til krisen haft en stigende udlånskurve som følge af nye lånemuligheder.

Det makroøkonomiske chok fik stor betydning for de danske pengeinstitutter, da flere op til krisen havde ladet risikovilligheden tage overhånd, og screeningsprocesserne forblive uændret. Dette medførte stigende asymmetrisk information på det finansielle marked, da ikke alle låntagere var gode låntagere, og ofte havde låntagerne tidligere ikke fået lov til at låne men grundet stigninger i markedet og pengeinstitutternes stigende risikovillighed til følge, fik disse låntagere nu muligheden for at optage lån. Problemerne på det finansielle marked opstod primært som følge af ekstraordinær udlånsvækst og derigennem stigende indlånsunderskud samt dårlig corporate governance. Den dårlige corporate governance afspejler igen en stor grad af asymmetrisk information på markedet, da ledelsen ofte ikke handlede i ejernes langsigtede interesse men i flere tilfælde handlet for at indfri kortsigtede vækst mål.

Udlånsvæksten kombineret med en stigende koncentration af ejendomsengagementer gjorde ligeledes sit til, at pengeinstitutterne kom i problemer. Ved boligmarkedets fald i årene forinden, var pantet, som lånene var optaget på baggrund af, faldet i værdi, hvilket medførte, at mange institutter ikke havde mulighed for at tilbagebetale den markedsbaserede gæld via egenkapital samt tilgodehavende fra pantsatte aktiver.

Den finansielle krise i 2008 beviser for alvor, hvor stor en risiko overdreven gældssætning er for samfundet. Havde pengeinstitutterne været mindre risikovillige og holdt sig til indlånsfinansieret udlån, var Danmark ikke blevet ramt ligeså hårdt af finanskrisen, som den gjorde.

6.2.4 Finanskrisens adskillelse fra tidligere finanskriser

Finanskrisen i 2008 har flere ligheder med de tidligere finanskriser men også væsentlige forskelle.

De tidligere finanskriser har ligesom finanskrisen i 2008 været præget af højkonjunktur og øgede kreditmuligheder frem til krisens start, og kan derved også analyseres med udgangspunkt i Minskys teori om øgede kreditmuligheder. Finanskrisen i 2008 er efterfølgende signifikant forskellig fra de to andre kriser i det forhold, at det er et chok med international karakter, der får krisen til at opstå. De foregående kriser er opstået på baggrund af chok til den danske økonomi, men i 2008 forekommer det

makroøkonomiske chok i USA, og gennem det finansielle markedes internationale forbindelse, breder dette chok sig til resten af verden, heriblandt Danmark.

Forskellen opstår ligeledes ved det faktum, at det økonomiske marked i Danmark allerede er i en afkølingsfase, da det makroøkonomiske chok indtræffer. En afkølingsfase der vel at mærke på tidspunktet for chokkets påvirkning ikke har haft den store effekt på det finansielle marked.

Herefter har finanskrisen ligheder med de forrige kriser under det synspunkt, at alle tre kriser kunne have haft et bedre resultat, hvis de interne forhold og derigennem den asymmetriske information havde været bedre på markedet. Chokket er ganske vist forskelligt fra de givne kriser, men grundlæggende har alle til fælles, at corporate governance har en stor medvirken til, hvorvidt et pengeinstitut karakteriseres som nødlidende eller overlevende.

Forskel mellem 1920 og 2008

Finanskrisen i 1920 startede som følge af forventninger om øget efterspørgsel fra hele Europa. Da dette ikke blev en kendsgerning, oplevede handelsselskaberne stigende afsætningsvanskeligheder, som medførte besparelser, arbejdsløshed og stigende misligholdelser af forpligtigelser til pengeinstitutterne. Dette medførte, at institutterne ikke kunne opretholde deres forpligtigelser til udenlandske investorer som i den forbindelse mistede troen på kronens værdi. De udenlandske investorer ønskede derfor deres engagementer med danske pengeinstitutter tilendebragt, og da dette ikke kunne indfries som følge af flere låntageres manglende overholdelse af engagementer, blev flere danske pengeinstitutter erklæret konkurs. Problemerne på det finansielle marked førte i forbindelse med nedskæring af omkostninger og fyring af medarbejder til problemer på boligmarkedet, hvilket førte til yderligere problemer i banksektoren.

Finanskrisen i 2008 adskiller sig derved fra 1920 krisen ved det faktum, at boligmarkedet allerede var under afkøling, da finanskrisen indtrådte. Derved var det ikke finanskrisen, der påvirkede og udløste krisen på boligmarkedet, men derimod var den med til at forstærke en allerede igangværende afkøling i den danske økonomi.

Forskel mellem 1987 og 2008

Krisen i 1990 opstod som følge af problemer på det danske boligmarked. Der var foretaget mange udlån til ejendomsengagementer, og da boligpriserne faldt, gjorde mængden af overholdte forpligtigelser det samme. Grundet asymmetrisk information i form af problemer i banksektorens interne forhold fik boligprisfaldene større effekt end hvis pengeinstitutterne havde foretaget ordentlige screeningsprocesser samt udvist større forsigtighed overfor ejendomsspekulanterne.

Krisen i 2008 adskiller sig derved fra krisen i 1987 ved, at krisen i 2008 ikke er direkte afledt af boligkrisen. Havde boligkrisen ikke fundet sted, og Danmarks økonomi derfor ikke allerede været i en afkølingsfase ved finanskrisens begyndelse, havde effekten ikke været ligeså stor. Det kan argumenteres, at hvis ikke boligkrisen allerede var indtrådt i 2006, var denne formentlig udsprunget som følge af det høje indlånsunderskud i pengeinstitutterne og den manglende markedsfinansiering som følge af forsigtigheden udvist af de finansielle aktører på markedet.

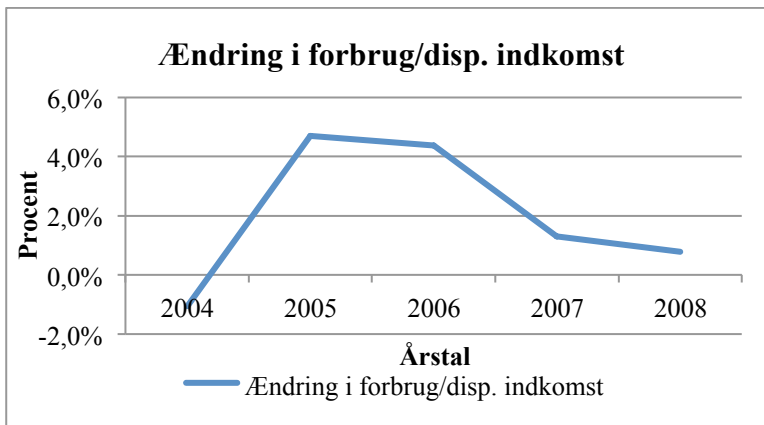
6.3 Forbrugskrisen

Forbrugskrisen er et ord og fænomen, som for alvor fik sit indtog på det danske nyhedsmarked under finanskrisen i 2008. Krisen i 2008 ramte Danmark så hårdt, at den ikke blot forblev på bolig – og det finansielle marked, men lod sin nedgang smitte af på forbrugsmarkedet også. Ved de forrige kriser har en mulig forbrugskrise ikke været omtalt, hvilket primært skyldes manglende data. Udviklingen i teknologien har dog gjort, at data er blevet lettere tilgængelig for forskerne, og dette er bl.a. en af årsagerne til, at ændringerne på forbrugsmarkedet er blevet anerkendt som en forbrugskrise i forbindelse med finanskrisen i 2008.

Forbrugertillidsindikatoren

Forbrugertillidsindikatoren afspejler danskernes tillid til både den generelle og deres egen økonomi, hvor en stigende forbrugertillidsindikator afspejles i stigende forbrugslyst, og omvendt vil en faldende forbrugertillidsindikator afspejle lav forbrugsvilje, hvilket vil medføre lavere forbrug hos danskerne.

Ikke overraskende var forbrugertillidsindikatoren stigende fra 2003-2006, hvor forbrugsmarkedet ligeledes oplevede fremgang målt i forhold til danskernes disponible indkomst. Data belyser, at danskerne i snit øgede deres forbrug med 4,5 pct. i både 2005 og 2006, hvilket fremgår af figur 26.

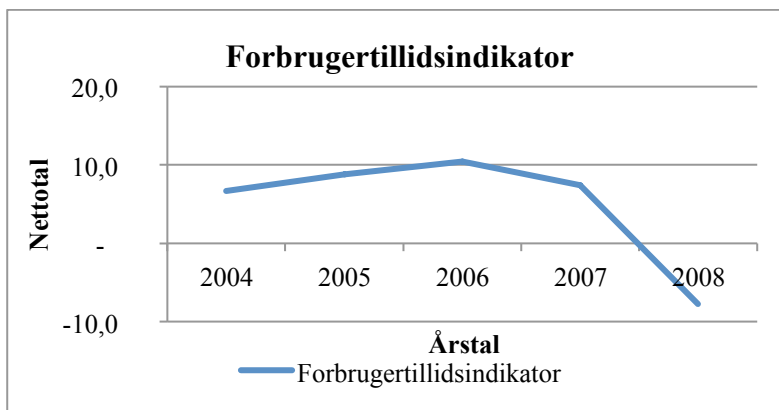


Figur 26: Ændring i forbruget i forhold til disponibel indkomst i perioden 2003-2008 (Danmarks Statistik)

Dette stemmer overens med forbrugertillidsindikatoren, der steg til henholdsvis 6,67 i 2004 og 8,82 i 2005, hvilket fremgår af figur 27. Dette er i overensstemmelse med både Miles' (1994) og Goodhart & Hoffmanns (2006) studier, som begge viste en positiv korrelation mellem huspriser og forbrug.

I 2006 var forbrugertillidsindikatoren stadig stigende mens forbruget blot steg 1,30 pct. i forhold til 2005. Dette kan både forklares ved, at forbruget havde haft unaturlig vækst i de foregående år, men ligeledes var 2006 året, hvor boligpriserne vendte, og de første boligejere bliver ramt af boligkrisen.

Finanskrisen satte ind i 2008, og forbrugertillidsindikatoren når et historisk lavt niveau i dette år.



Figur 27: Ændring i forbrugertillidsindikatoren i perioden 2004-2008 (Danmarks Statistik)

6.3.1 Sammenhæng mellem gæld og forbrug

Den påfaldende sammenhæng mellem nedgangen i forbruget og nedgangen i huspriser udfordrede forskere til at undersøge, om der var en egentlig sammenhæng mellem en husstands belåningsgrad og deres forbrug. Jens Lunde forsøgte allerede i 2012 at italesætte problemet med en artikel i Finans Invest, og i 2014 udarbejdede Danmarks Nationalbank en analyse af problemstillingen.

Nationalbankens analyse havde til formål at belyse sammenhængen mellem belåningsgraden og udviklingen i familiernes forbrug under krisen (Andersen, Duus, Jensen, 2014).

Analysen viser, at der er en stærk, negativ sammenhæng mellem belåningsgraden før krisen og ændringen i forbruget under krisen. Med udgangspunkt i nøgletallet loan-to-value (LTV), som angiver forholdet mellem gælden og husets værdi, konkluderes det, at en ændring i LTV fra 60 pct. til 100 pct. medfører et fald i forbruget med 8,4 pct. Ved sammenligning af figur 19 og figur 27 ses det, at forbruget er nedadgående fra 2006, samme år som priserne begynder at falde på boligmarkedet.

Herefter forsøges det i Nationalbankens analyse belyst, hvad der er skyld i det faldende forbrug. Forskerne mener ikke, at det er de indskrænkede kreditmuligheder, der skal have skylden men mener i stedet, at det er usikkerheden på det finansielle marked, som får familierne til at opspare mere og forbruge mindre (Andersen, Duus, Jensen, 2014).

Forskerne finder det plausibelt, at gældsopbygningen hjalp husstandens forbrug til et uholdbart højt niveau. Det stigende forbrug er "sponsoreret" af de stigende huspriser, da mange danskere anvendte den stigende friværdi til belåning til yderligere forbrug. Friværdien var opstået på baggrund af den spekulative boble på boligmarkedet, og da denne boble forsvandt, gjorde friværdien det samme (Andersen, Duus, Jensen, 2014). Med en LTV over 100 pct. for mange danskere faldt den disponible indkomst kraftigt og som følge heraf, gjorde forbruget det samme.

Dette er ligeledes i overensstemmelse med resultaterne fra studierne fra Miles (1994) og Goodhart & Hoffmann (2006). Det interessante findes ved, at begge studier er foretaget på baggrund af teorien om, at det aggregerede niveau af forbrug ikke vil ændres, hvis der sker en ændring i økonomien. Der vil blot ske en ny allokering af ressourcer, men der vil ikke komme nye ressourcer til. Denne teori modbeviser både studierne foretaget af forskerne selv men ligeledes studiet foretaget af Nationalbanken. Der er en tydelig sammenhæng mellem huspriserne og forbruget hos den danske befolkning.

Ydermere fandt forskerne fra Nationalbanken en sammenhæng mellem stigningen i forbruget hos en given familie før krisen og det efterfølgende fald under krisen med udgangspunkt i belåningsgraden. De argumenterer;

”(...) the difference in the change in consumption between high- and low-leverage Danish households is almost exactly mirrored by an opposite-signed difference in pre-crisis consumption levels: In 2007, highly leveraged households spent a much higher fraction of their income in non-housing consumption than households with less leverage (...)”(Andersen, Duus, Jensen, 2014, p. 3).

Ovenstående indikerer ligeledes, at den ekstra friværdis er anvendt til øget forbrug, da der i årene efter 2010 ikke er nogen forskel på, hvor stor en andel af den disponible indkomst, der bruges til forbrug i forhold til husstandens LTV.

Selvom økonomernes teorier siger et, så taler de nævnte studier eget sprog; Der er en korrelation mellem huspriser og forbrug. Forbrugskrisen opstod, da boligpriserne faldt, og friværdien i boligen gjorde ligeså. Dette bevirkede, at låntagere fik øgede omkostninger i forbindelse med lånet, og derved fik en lavere disponibel indkomst, som kunne anvendes til forbrug.

Dette belyser ligeledes den negative korrelation mellem opsparing og forbrug, da den disponible indkomst bruges til enten forbrug eller opsparing, og når den ene stiger, må den anden falde. I forbindelse med større afdrag medførte dette stigende opsparing for låntager, hvilket bevirkede lavere forbrug.

Goodhart & Hoffmann (2006) argumenterer, at der ikke ville være en sammenhæng mellem boligpriser og forbrug, hvis ikke det var for den asymmetriske information på det finansielle marked. Grundet denne asymmetriske information vælger långiver at tage pant i det belånte aktiv, hvilket har medført muligheden for at optage yderligere lån i friværdien. Var det ikke muligt at optage dette lån i friværdien, ville mange låntagere ikke have haft mulighed for at øge forbruget inden krisen i 2008, og derved havde krisen ikke haft mulighed for at påvirke forbrugsmarkedet.

Der er derved ingen tvivl om, at krisen på bolig- og finansmarkedet havde en stor indflydelse på forbrugsmarkedet gennem faldende boligpriser, øgede udlån i friværdis og efterfølgende faldende udlånskvote.

Kapitel 7 - Konklusion

I 1930 kom boligkrisen efter en allerede eksisterende krise på det finansielle marked. Denne boligkrise var domineret af to exogene faktorer i form af de to fundamentals; indkomst og renteutvikling. Problemerne på det finansielle marked påvirkede boligmarkedet via faldende indkomst som følge af en stigende arbejdsløshed. Sammen med en stigende renteutvikling, bevirkede dette, at låntager havde svært ved at overholde forpligtelserne til pengeinstitutterne, hvilket førte til et stigende antal tvangsauktioner og dermed en krise på boligmarkedet.

I 1987 var boligkrisen domineret af fire exogene faktorer i form af de fire fundamentals; lånemuligheder, indkomst, renteutvikling samt prisforventninger. I årene op til 1987 faldt arbejdsløsheden, hvilket medførte stigende indkomster. De stigende indkomster drev sammen med prisforventningerne boligpriserne opad. Boligefterspørgslen blev ligeledes hjulpet på vej af de nye lånemuligheder, da disse gav mulighed for øget udlånsvækst.

Da arbejdsløsheden begyndte at stige samtidig med renten, og det derved bliver dyrere for boligkøbere at optage lån, faldt både efterspørgslen og prisen på boliger. Dette skabte et øget antal misligholdelser, hvilket medførte ustabilitet på det finansielle marked.

I 2006 brød boligmarkedet sammen, selvom størstedelen af markedets fundamentals var i en positiv udvikling. Arbejdsløsheden var lav, hvilket betød høje disponible indkomster, samtidig med at både renteutviklingen og lånemulighederne var til stor fordel for låntager grundet den faldende rente og muligheden for afdragsfrihed. Boligkrisen i 2006 var derfor ikke domineret af en negativ udvikling i exogene faktorer i form af fundamentals men derimod som følge af en boligboble, der bristede.

Boligkrisen i 2006 adskiller sig derved fra de tidligere boligkriser ved det faktum, at boligkrisen opstod som følge af en boligboble, der bristede. Ingen af de tidligere kriser havde oplevet en boligboble, og denne var derved den første boligboble i Danmark. Boligpriserne blev under boligboblen pustet op af høje forventninger om merprisstigninger, stigende risikovillig samt af en manglende forståelse for boligmarkedet. Muligheden for afdragsfrihed gjorde det ligeledes muligt for flere nye låntagere at komme ind på boligmarkedet. Boligkrisen i 2006 adskiller sig derved fra de tidligere boligkriser ved de faktorer, der udgør en boligboble.

Boligkrisen i 2006 adskiller sig ligeledes fra de forrige boligkriser ved udfaldet af boligkrisen. De forrige boligkriser har begge medført et stigende antal misligholdelser og derved et stigende antal

tvangsauktioner. Dette gjorde sig ikke gældende ved boligkrisen i 2006. Boligboblens brist medførte ganske vidst et boligmarked, der pludselig blev koldt, men der forekom ikke en stigning i tvangsauktioner som det var tilfældet ved de forrige kriser. Stigningen i tvangsauktioner forekom først, da Danmark blev ramt af den finansielle krise i 2008.

Finanskrisen i 2008 var domineret af høj udlånsvækst og dårlig corporate governance grundet asymmetrisk information. Finanskrisen startede som følge af et chok på det amerikanske marked, da det blev en realitet, at mange af låntagerne til subprime-lånene ikke kunne overholde deres forpligtigelser. Danmark var i årene op til 2008 gået fra traditionel indlånsfinansieret udlån til markedsbaseret udlånsfinansiering, hvilket gjorde det danske finansielle marked afhængig af det internationale marked. Da mange af låneprodukterne på det finansielle marked var en kombination af blandt andet subprime-lånene, spredte krisen i USA sig hurtigt til Danmark og resten af Europa og lammede størstedelen af verdensøkonomien. Det danske finansielle marked var i årene op til krisens udbrud præget af stigende risikotagning, stigende asymmetrisk information og dårlig corporate governance. Der er ingen tvivl om, at krisen på boligmarkedet ikke gjorde den internationale finansielle krises påvirkning på Danmark bedre, men finanskrisen var udbrudt i Danmark, selvom boligkrisen ikke havde været til stede.

Dette havde derimod ikke gjort sig gældende under finanskrisen i 1987. Her var det krisen på boligmarkedet, som gennem de mange misligholdelser og derigennem tvangsauktioner skabte ustabilitet på det finansielle marked. Finanskrisen i 1987 var allerede den gang domineret af dårlig corporate governance, da mange af pengeinstitutterne tog store risici som afveg fra deres oprindelige standpunkter, men markedet var ligeledes præget af store enkeltengagementer som derved var påhæftet med stor risiko. Denne risiko havde pengeinstitutterne i størstedelen af tilfældene ikke taget højde for, og da mange af disse store enkeltengagementer var givet til spekulation i boliginvestering, gik de alle i misligholdelse samtidig, og mange af pengeinstitutterne måtte erklæres konkurs.

Finanskrisen i 1920 var også domineret af dårlig ledelse og stor risikotagning, men her havde de eksterne forhold manglende efterspørgsel, faldende prisniveau samt faldet i kronens internationale værdi også en dominerende rolle i krisens udbrud på det finansielle marked.

Efter første verdenskrig var overbevisningen, at der var mangel på varer i resten af Europa, og derfor investerede flere handelsvirksomheder i større produktionsinvesteringer, så Danmark kunne blive Europas førerende eksportør. Efterspørgslen fra Europa udeblev, hvilket skabte et faldende prisniveau i Danmark som følge af de fyldte lagre, der ikke kunne sælges. Dette bevirkede, at flere handelsvirksomheder ikke havde mulighed for at overholde deres forpligtigelser, og da flere

pengeinstitutter havde finansieret udlånene via udenlandske investorer, faldt den danske kronens internationale værdi som følge af manglende betalinger fra pengeinstitutterne.

Den finansielle krise i 2008 adskiller sig derved fra de resterende finansielle kriser ved det faktum, at det makroøkonomiske chok forekommer på et andet marked end det danske. Det makroøkonomiske chok i 2008 forekom i USA, da Lehman Brothers gik konkurs, og via de markedsfinansieret udlån spredte krisen sig til Danmark.

Finanskrisen i 2008 adskiller sig ligeledes fra de forrige kriser ved det faktum, at denne krise ikke medfører eller er en reaktion af en boligkrise men derimod forværrer en eksisterende boligkrise. Var finanskrisen ikke indtrådt på det danske marked i 2008, havde Danmark oplevet boligkrisen som en blød landing, men da finanskrisen indtrådte, fik det allerede afkølede boligmarked flere forhindringer, idet de mange lånemuligheder forsvandt. Finanskrisen i 2008 gjorde dermed, at Danmark oplevede en meget hård landing efter boligkrisen i stedet for den bløde landing, der var i udsigt ved boligkrisens begyndelse.

2008 krisens hårde påvirkning på det økonomiske marked ses ligeledes ved effekten på forbrugsmarkedet. Kombinationen af de to kriser på henholdsvis bolig- og det finansielle marked medførte for første gang en krise på forbrugsmarkedet. De nye lånemuligheder samt stigende friværdi i boligerne medførte et øget forbrug hos den danske befolkning i årene op til 2006. Undersøgelser foretaget af Nationalbanken beviser en sammenhæng mellem forbrug og belåningsgrad i de danske husstande, så da boligpriserne faldt, medførte dette stigende LTV, og da finanskrisen indtrådte, medførte den stigende LTV et behov for yderligere afdrag og dermed et faldende forbrug.

Kombinationen af bolig- og finanskrisen i 2008 havde derfor som følge af faldende boligpriser, øgede udlån i friværdien samt faldende udlånskvote en negativ effekt på forbrugsmarkedet, idét de medførte en forbrugskrise.

Krisen i 2008 adskiller sig derved fra tidligere kriser af samme karakter på flere måde. Krisen adskiller sig ved det faktum, boligkrisen og finanskrisen opstår uafhængigt af hinanden, mens kombinationen af disse medfører en krise på forbrugsmarkedet. Ligeledes adskiller de enkelte kriser sig hovedsageligt ved, at boligkrisen opstår som følge af en bristet boligboble, mens det makroøkonomiske chok på det finansielle marked opstår som følge af et chok på det internationale finansielle marked og ikke på det danske marked som ved de tidligere kriser.

Kapitel 8 - Perspektivering

Denne afhandling har afgrænset sig til at analysere optakten til tre danske økonomiske kriser.

Analysen har vist, at selvom kriserne har mange lighedspunkter, så er optakten til kriserne ofte forskellige nok til, at kriserne ikke er genkendelige fra gang til gang. Heraf følger, at det er vanskeligt at forudsige en økonomisk krise, og det er derfor ikke utænkeligt, at Danmark vil opleve økonomiske kriser i fremtiden.

Med udgangspunkt i, at det ikke er muligt at forudse og dermed forhindre økonomiske kriser i fremtiden, er det interessant at undersøge, hvordan Danmark bør håndtere en økonomisk krise, når den opstår.

Det er et kendetegn for alle de analyserede kriser, at der i årene efter krisens opståen er udarbejdet flere politiske lovforslag til at mindske krisens effekt på det økonomiske marked. Ligeledes er der udarbejdet lovforslag til at forhindre, at en lignende krise opstår i fremtiden. Alle lovforslag har haft til formål at øge Danmarks økonomiske stabilitet og mindske givne risici på det finansielle marked, men da kriserne opstår med forskellige optakter, er det ikke muligt at afdække alle risici for en økonomisk krise.

Med udgangspunkt i, at økonomiske kriser ikke altid kan forudsiges vil det være interessant at foretage en analyse af håndteringen af kriserne. Herved vil det kunne analyseres, hvordan en økonomisk krise er håndteret under de tidligere kriser og via denne analyse konkludere, om der er generelle tiltag, der kan gøres gældende, når en økonomisk krise opstår.

Litteraturliste

Primær litteratur

Abildgren, Kim, 2005: "A historical perspective on interest rates in Denmark 1875-2003" *Danmarks Nationalbank Working Papers 2005*, no. 24.

Abildgren, Kim, Birgitte V. Buchholst, Atef Qureshi & Jonas Staghøj, 2011: "Samfundsøkonomiske omkostninger ved finanskriser" *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 3. Kvartal, Del 1, pp. 53-64.

Abildgren, Kim & Jens Thomsen, 2011: "En fortælling om to danske bankkriser" *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 1. Kvartal, Del 1, pp. 121-140.

Akerlof, George A., 1970: "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism" *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, pp. 488-500.

Andersen, Asger Lau, Charlotte Duss & Thais Lærkeholm Jensen, 2014: "Household debt and consumption during the financial crisis: Evidence from Danish micro data" *Danmarks Nationalbank Working Papers 2014*, no. 89.

André, Christophe, 2010: "A Bird's Eye View of OECD Housing Markets" *Economics Department Working Paper*, No. 746.

Calverley, John P. 2009; *When Bubbles Burst – Surviving the Financial Fallout*, London: Nicholas Brealey Publishing.

Case, Karl E. & Robert J. Shiller, 2003: "Is there a Bubble in the Housing Market?" *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2003, No. 2, pp. 299-342.

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen & Susanne Hougaard Thamsborg, 2011: "Udviklingen på ejerboligmarkedet i de senere år – Kan boligpriserne forklares?" *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 1. Kvartal, Del 1, pp. 1-79.

DiPasqual, Denise & William C. Wheaton, 1996; *Urban Economics and Real Estate Markets*, New Jersey: Prentice-Hall.

Dybdahl, Vagn, Ole Hyldtoft, H.C. Johansen & E. Helmer Pedersen, 1976; *Krise i Danmark*.

Strukturændringer og krisepolitik i 1930'erne, København: Berlingske Forlag.

Eichengreen, Barry & Ricardo Hausmann, 1999: "Exchange Rates and Financial Fragility" *NBER Working Paper*, No. 7418.

Finanstilsynet, 2013: "Redegørelsen vedr. Forløbet i Fionia Bank A/S" *Notat*.

Fisher, Irving, 1933: "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions" *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, pp. 337-357.

Goodhart, Charles & Boris Hofmann, 2006: *House Prices & the Macroeconomy. Implications for Banking & Price Stability*, Oxford: Oxford University Press.

Hansen, Per H. 1996: *På glidebanen til den bitre ende*, Odense: Odense Universitetsforlag.

Hort, Katinka 2000; "Prisbildung på egna hem i Sverige", *Prisbildning och värdering av fastigheter. Var står svensk forskning inför 2000-talet? En antologi om svensk bostadsekonomisk forskning*, Vol. 2000:4, pp. 9-25.

Johansen, Hans Chr., 1985: *Danmarks Historie, Dansk økonomisk statistik 1814-1980*, Bind 9, København: Gyldendal.

Kindlerberg, Charles P. & Robert Z. Aliber, 2011: *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crisis*, Sixth Edition, Hampshire: Macmillan Publishers Limited.

Leamer, Edward E. 2007: "Housing IS the Business cycle" *NBER Working Paper*, No. 13428.

Lunde, Jens, 2006; *København priser, andelsboligfordele, "penge over bordet" og Århushistorier. – Gamle, aktuelle og kommende kapitler i den florissante, delvist skattefinansierede andelsbolighistorie*, publikation af lektor, Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København.

Lunde, Jens, 2007: "Ejerboligmarkedet på knivsæggen" *Finans/Invest*, No. 2/07, pp. 10-15.

Lunde, Jens, 2012: "En analyse af de danske familiers gældsætning og finansielle sårbarhed"

Finans/Invest, No. 7/12, pp. 18-27.

Miles, David, 1994; *Housing, Financial Markets and the Wider Economy*, New York: John Wiley & Sons.

Mishkin, Frederic S., 1997: "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers" *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, pp. 55-96.

Mishkin, Frederic S., 1999; "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues" *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, pp. 3-20.

Rangvid, Jesper, 2013: "Den Finansielle Krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring" *Erhvervs- og Vækstministeriet*.

Reinhart, Carmen & Kenneth S. Rogoff, 2009: *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, New Jersey: Princeton University Press.

Sørensen, Peter Birch, 2011: "Finanskrisen og den økonomiske videnskab" *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, juni 2011, pp. 387-401.

Økonomi- og Erhvervsministeriet, 2005: "Prisstigninger på boligmarkedet" *Økonomisk Tema*, Nr. 1 August 2005.

Østrup, Finn, 2008: *Finansielle Kriser*, København: Thomson.

Internetsider

Danmarks Statistisk:

www.statistikbanken.dk

Den store danske:

[http://www.denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Økonomi/Penge-
og_kreditpolitik/Danmarks_Nationalbank](http://www.denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Økonomi/Penge-og_kreditpolitik/Danmarks_Nationalbank)

Federal reserve history:

<http://www.federalreservehistory.org/People/DetailView/40>

Infomedia:

<http://apps.infomedia.dk.esc-web.lib.cbs.dk/Ms3E/Search2.aspx>

Realkreditrådet:

[https://www.brf.dk/Investors-Dansk/Realkreditsystemet/Realkreditsystemet/Danskealkreditsystems-
historie](https://www.brf.dk/Investors-Dansk/Realkreditsystemet/Realkreditsystemet/Danskealkreditsystems-historie); http://www.realkreditraadet.dk/Dansk_Realkredit/Realkredittens_historie.aspx