

Date ..... : 24.06.2012  
File ..... : Finanskrisen  
Your ref. .... : -  
Our ref. .... : PA

## Den forudsigelige finanskrise

Af Pauli Andersen, **ProConsult Virksomhedsmæglere**

Finanskrisen trækker spor mange år tilbage. Da krisen brød ud den 9. august 2007 havde stort set hele økonomistanden ikke den ringeste fornemmelse af, hvad vi stod over for. Kun én økonomiprofessor, Jacob Brøchner Madsen, Københavns Universitet, havde gennemskuet sagens alvor og han fik en meget ufin behandling i specielt ét dansk medie og i de første 1½-2 år efter udbruddet, var der kun meget få økonomer, der var klar over, at dette var stort, meget stort, nemlig en økonomisk katastrofe. Der gik forbavsende lang tid før toppen af økonomer lærte, at udtale ordet "finanskrise". De kunne svært få ordet i deres mund. Og der gik rigtig lang tid før pressen lærte at stave til "finanskrise".

### Boligboblen i USA

Goldman Sachs er blevet udsat for kritik og dele af kritikken har også været på sin plads, men Goldman Sachs spillede ikke nogen hovedrolle i den finansielle krise, der startede i den 9. august 2007 og som trækker spor helt tilbage til 1968, hvor præsident Lyndon B. Johnson børsnoterede Fannie Mae for at finansiere Vietnam-krigen. To år senere bestemte kongressen, at Fannie Maes monopol skulle brydes og man oprettede Freddie Mac, der blev børsnoteret i 1989. Bagsiden af privatiseringen var, at de to realkreditinstitutter drev en omfattende lobbyvirksomhed (for liberalisering og deregulering) og deres ledelsesmetoder var ikke just smukke, hvilket resulterede i betydelige bøder.

Fannie og Freddie's vækst øgedes i takt med dereguleringen, specielt *The Gramm-Leach-Bliley Act* i 1999, der liberaliserede Franklin D. Roosevelts New Deal (*The Glass Steagall Act*) fra 1933. I 1999 havde Fannie og Freddie et samlet udlån på 2.000 mia. \$. og i 2005 var det fordoblet. Da de i efteråret 2008 blev nationaliseret havde de rundet 5.400 mia. \$, hvilket udgjorde ca. 45 % af det samlede boliglånemarked i USA.

Boligboblen i USA startede i 1999, hvor de amerikanske ejendomspriser begyndte at stige betydeligt. I USA har *subprimelån* eksisteret i flere årtier, men udlånsomfanget steg til mere end 20 % af det samlede udlån til boliger inden boligboblen sprang. Subprimelånene er imidlertid kun en del af problemet. Det største problem var gældssætningen i de urealistisk opskruede boligpriser, som den lave rente og subprimelånene tilvejebragte. Tilliden fra penge- og realkreditinstitutternes side lå primært i de stadigt stigende priser, der ingen ende ville tage - troede man. Der var kreditvurderingsbureauer i USA, der vurderede, at huspriserne ikke kunne falde.

Arkitekten bag boligboblen i USA og en af de varmeste fortalere for finansielle nyskabelser var chefen for den amerikanske centralbank Alan Greenspan, der bl.a. med en meget lav rente fik boligpriserne til at stige til urealistiske højder. Greenspan fortryder nok, at han ikke lyttede til den tidligere chef for den amerikanske centralbank, Edward M. Gramlich, som under en privat samtale i 2000 advarede Greenspan om de skadelige aktiviteter i subprimemarkederne. Økonomen med speciale i bobler Charles Kindleberger advarede om boligboblen i 2002. Den 13. november 2002 advarede juraprofessor Elisabeth Warren fra Harvard University i Wall Street Journal om problemets potentielle omfang - "*an unmitigated disaster*".

Forts.

I 2003 udgav den tidligere vicepresident for Goldman Sachs, en af verdens største investeringsbanker, John R. Talbott, en bog "**The coming crash in the housing market**", hvor han bl.a. beskriver, hvorfor ingen af dem, der har den største viden om boblen tager advarslerne alvorligt. Det gør de ikke, fordi de er afhængige af at den ikke brister. Talbott skriver, at "*alle har en interesse i at bevare tilliden til realkreditsystemet, selv om det har spillet fallit og desperat har brug for at blive justeret/reguleret. Selv Greenspan? Ja, selv Greenspan. Grunden til dette er, at han arbejder for Federal Reserve Board, som er ejet og kontrolleret af landets kommercielle banker, som har masser af realkreditlån i deres bøger. Desuden er han travlt optaget af den svage økonomi og det kollapsede aktiemarked. Den sidste ting han har brug for nu er et boligkrak.*" I Danmark er centralbanken en selvejende institution og dermed helt uafhængig af de kommercielle banker.

I juni 2005 publicerede The Economist en advarsel om en potentiel boligboble og i januar 2006 udgav Talbott bogen "**SELL NOW! The End of the Housing Bubble**". 1½ år efter brast boligboblen. De ovenfor nævnte var dog ikke alene. For nogle år siden offentliggjorde den hollandske økonomiprofessor Dirk J. Bezemer en publikation "**No One Saw This Coming**", hvor han nævner 12 økonomer, heraf to danske, økonomiprofessor Jakob Brøchner Madsen og cand. polit. Jens Kjær Sørensen<sup>1</sup>, der ifølge professorens kriterier tidsmæssigt korrekt forudså boligboblen, dens brist og konsekvenser.

Freddie Macs cheføkonom Frank Nothaft gennemførte i oktober 2006 en stresstest af det amerikanske boligmarked, hvor de testede markedet for et fald i boligpriserne på 13,4 % og det gav ikke anledning til dårlig nattesøvn, for markedet var aldrig faldet mere i perioden efter den store depression i 1929. Senere skulle det vise sig, at de 13,4 % var voldsomt underestimeret, da der var områder i USA hvor huspriserne var næsten halveret bare på ét år.

Finanskrisen var forudsigelig, og John R. Talbott gav forklaringen på, hvorfor mange valgte at overhøre advarslerne. Det samme gjorde de danske medier, ingen ville trykke mine indlæg, før lang tid efter, at det hele var overstået - og så er det jo nemt nok som debatredaktør at turde.

## **Boligboblen i Danmark**

Udviklingen af den danske boligboble startede den 1. oktober 2003 med indførelsen af de afdragsfrie lån, der er en variant af de amerikanske subprimelån, dog med en længere afdragsfri periode end i USA. Fogh-regeringen havde allerede indført skattestop, hvorfor man mistede en naturlig prisdæmpende reguleringsmekanisme. Samtidig havde man en historisk lav rente, der sendte ejendomspriserne på himmelflugt. Det var en ganske farlig cocktail og alt sammen elementer, der var essentielle for skabelsen af den danske boligboble. Mange hævder, at krisen kom til os ude fra. Dette er imidlertid ikke rigtigt. De to danske økonomer, Jakob Brøchner Madsen og Jens Kjær Sørensen, der forudså krisen, beskæftigede sig med den danske økonomi og havde derfor ikke fokus på den amerikanske udvikling eller mangel på samme. Uanset krisen i USA ville den danske boligboble springe - alle bobler springer! Krisen i USA blev dog en kraftig overdosering med EPO på den danske boligkrise, der i dag lider af en kraftig gældseksplosion, og som er langt højere end nære lande, som vi normalt sammenligner os ved som f.eks. Sverige og Tyskland.

Advarslerne var der og statistikken om ubalancerne var fuldt ud til rådighed. Som eksempel herpå steg de danske pengeinstitutters udlån med 600 mia. kr. på få år uden af Nationalbanken reagerede. For første gang i adskillige årtier oplevede man stærkt stigende indlånsunderskud i pengeinstitutterne. Begyndende fundingproblemer førte til, at Den europæiske Centralbank, ECB, den 9. august 2007 overraskende tilførte pengeinstitutternes lånemarkeder 95 mia. €. Kreditmarkederne var allerede her ved at tørre ud og ECB nævnte endda, at de nævnte nye lånetyper havde skabt en ny form for risiko og at der var fare for overshooting. Alligevel udeblev advarslerne generelt i Danmark ligesom i mange andre lande. Efter en finanskrisen kommer ofte en økonomisk krise og situationen i de sydeuropæiske lande, Grækenland i særdeleshed, og USA har ikke gjort situationen i Danmark nemmere - tværtimod.

---

<sup>1</sup> Jens Kjær Sørensen havde Jakob Brøchner Madsen som vejleder på sit speciale på cand. polit. studiet.

## Historisk prisudvikling i ejendomsmarkedet

**Figur 2**

Udviklingen i de reale huspriser, 1. kvartal 1975 - 2. kvartal 2009

