

H.D.-studiet i Finansiering
Hovedopgave - Efterår 2008

Opgaveløser: Martin Riedel
Vejleder: Finn Østrup

Opgave nr. 13b

Internationale Finansielle Markeder
Subprimekrisen og den europæiske økonomi

Handelshøjskolen i København

Indhold

Indledning	3
Problemformulering	4
Metode	5
Afgrænsning	7
Kilde kritik	8
Hvad er subprime?	9
Krisens forløb	10
Medvirkende årsager til den finansielle krise	18
Årsagsmulighed 1: Finansiell innovation	18
Årsagsmulighed 2: Boligpriserne	22
Årsagsmulighed 3: Risikovillighed	26
Sammenfatning på årsagerne til krisen	31
Markedsreaktioner på krisen	32
Aktiemarkedet	32
Rentemarkedet	39
Kreditmarkedet	52
Sammenfatning på markedsreaktionerne	58
Nuværende finansielle situation i Europa	59
PMI	59
Erhvervstillid	64
Inflation og råvarepriser	66
Forbrugertillid	70
Arbejdsløshed	71
Vækst	71
Sammenfatning på den nuværende situation i Europa	73
Konklusion	74
Litteraturliste	77
Hjemmesider	78

Indledning

Subprime krisen og den europæiske økonomi

Den nuværende finansielle krise har bredt sig som en steppebrand, fra nogle lokale Amerikanske boliglån, til en verdensomspændende kreditkrise, der har ramt på ufattelig mange fronter. En række aktivklasser, herunder bl.a. rentemarkedet, aktiemarkedet og kreditmarkedet er blevet berørt af denne krise. En forståelse for selve krisen, hvad der driver den, og hvad der kan stoppe den, er derfor essentiel for at kunne komme med estimer på den fremtidige udvikling i blandt andet ovenstående aktivklasser. Krisen er dog efterhånden nået til et stadie, hvor de oprindelige udspring i form af dårlige lån, pakket sammen i kompliceret CDO¹ trancher, med sikkerhed i højst tvivlsomme ejendomme (i et skarpt faldende ejendomsmarked) ikke længere er af den største betydning. Fokus har efterhånden rettet sig mod hvilke spor, det måtte have sat sig i økonomien, samt hvad der skal til, for at der kan komme en normalisering. Dog er en forståelse for, hvordan økonomien kom til denne nu verdensomspændende kreditkrise, afgørende for at kunne vurdere, hvad der skal til for at ændre ved den. Det er med baggrund i disse betragtninger, inspirationen til denne afhandling er skabt.

¹ CDO: Collateralized Debt Obligations

Problemformulering

Afhandlingen vil indledningsvis afklare, hvad der førte til ”subprimekrisen”, samt hvilke spor den indtil videre har sat i selve økonomien. Dernæst vil afhandlingen give en gennemgang af, hvordan udsigterne for den europæiske økonomi er.

Denne afhandlings problemformulering lyder som følger:

- Hvordan har følgende begivenheder medvirket til den nuværende finansielle krise ”subprime krisen”²?
 - Den øgede finansielle innovation de seneste år.
 - Boligprisernes kraftige stigninger³.
 - De seneste års jagt på afkast (risikovillighed).
- Hvordan har subprime krisen vist sig i det finansielle marked, forstået ved aktiemarkedet, rentemarkedet⁴ og kreditmarkedet, i Europa⁵ og USA?
- Hvordan er den økonomiske situation i Europa⁶ efterladt i kølvandet på krisen?

Vægten vil primært lægges på, hvordan markedet er blevet påvirket, samt hvilke konsekvenser det har for Europa. Således vil afsnittet omkring, hvorfor krisen opstod, opnå mindre vægtning.

Vægtningen er foretaget ud fra en betragtning over hvilket emne, der i den nuværende situation, har mest relevans.

² Defineret som den likviditetskrise (øgede efterspørgsel på likviditet), de finansielle markeder har oplevet siden juli 2007, hvilket startede da en række amerikanske låne-serier udstedt til folk med lavere kreditværdighed end det såkaldte ”prime marked”, også kaldet ”subprime” oplevede en større andel af manglende betalinger.

³ De Amerikanske boligpriser, målt ved S&P’s Case Shiller indeks.

⁴ Her defineret som stats og swap renter i både U.S.A. og Europa (Tyske benchmarks renter).

⁵ Swap-markedet er baseret på valutaen EUR, hvorfor der ikke er tale om nogen egentlig lande-grænse. Hvad angår statsrenterne vil de tage udgangspunkt i ledende tyske renter.

⁶ Her vil de 4 største økonomier i Europa undersøges (dvs. Tyskland, Frankrig, Spanien og Italien).

Metode

Der er ganske få teoretiske forklaringer på kriser og deres opståen. Endvidere er der ikke nogle klare modeller for, hvordan forskellige markeder, eller økonomien generelt "bør" reagere. Årsagen til dette skal bl.a. findes i, at der kun ganske sjældent opstår kriser af denne størrelse, hvorfor der ikke findes en historisk situation, der kan siges at være magen til denne. De teoretiske modeller⁷, der findes for kriser, er i øvrigt efter min overbevisning ikke anvendelige på igangværende kriser som denne, men i højere grad anvendelige som historiske analyser.

Opbygning og struktur:

Afhandlingens formål er at lave en empirisk undersøgelse af krisens start, effekt og følgevirkninger. Denne struktur er det forsøgt at holde, v.h.a. den opbygning af handlingens enkelte afsnit er inddelt i.

De to første afsnit vil indledningsvis give en afklaring af, hvad der forstås ved subprime, samt opridse nogle af de vigtigste begivenheder i krisens start.

Det efterfølgende afsnit vil beskæftige sig med afhandlingens første punkt i problemformuleringen. De 3 begivenheder angivet i problemformuleringen vil blive vurderet og analyseret hver for sig.

Efterfølgende afsnit vil behandle punkt nr. 2 i problemformuleringen, omhandlende markedsreaktionerne på krisen. Specielt afsnittet omkring rentemarkedet vil blive uddybet grundigt. Dette skyldes, at der er en del forskellige typer af renter⁸, hvilket bl.a. er medvirkende til at give et nuanceret billede af krisens indvirkning. Formålet med at analysere netop disse 3 markeder er at give et grundigt billede af krisens indvirkning på de finansielle markeder, forstået i en bred forstand.

⁷ Her tænkes bl.a. på Fisher, I.- 1933, Minsky, H.- 1977, Kindleberger, C.- 2005 og Mishkin, S.- 1997

⁸ Her vil der dels undersøges officielle centralbank-fastsatte REFI renter, pengemarkedsrenter, renter på statsobligationer, samt forskellige typer af renteswaps.

Det sidste afsnit vil belyse indvirkningen på den europæiske økonomi, vurderet ud fra en række økonomiske nøgletal. Nøgletallene vil alle relatere sig til de 4 største økonomier⁹ inden for det fælles europæiske samarbejde. Ved ikke at medtage alle de europæiske lande, mistes en del information, specielt fra de mindre økonomier i eurosamarbejdet. De 4 største lande forventes dog at give et retvisende billede af den overordnede tendens i økonomien. Endvidere vil afhandlingens relativt begrænsede omfang ikke give mulighed for en grundig undersøgelse af samtlige medlemslande i det europæiske samarbejde.

⁹ Tyskland, Frankrig, Spanien og Italien.

Afgrænsning

Afhandlingen vil ikke detaljeret beskrive subprime krisen, samt dens faser, da de ikke vurderes som værende af samme vigtighed på dette stadie i krisen. Da krisen på nuværende tidspunkt er en realitet¹⁰, finder jeg det mere interessant at undersøge effekterne af krisen, frem for eksempelvis hvorfor den opstod.

Problemformuleringens første punkt indeholder 3 årsagsmuligheder¹¹ til subprime krisens opståen. Disse 3 årsagsmuligheder er valgt på baggrund af deres bredde, samt deres plausibilitet. Der findes således en række andre forklaringer, der alle kan dækkes ind af disse 3 årsagsmuligheder.

Afhandlingen vil i afsnittet om den europæiske økonomi ikke beskrive de enkelte landes økonomi i detaljer, men alene forsøge at skabe et overblik over den samlede europæiske økonomi. Dette er valgt med baggrund i afhandlingens omfang og overordnede formål om at give et billede af den nuværende økonomiske situation. Det vurderes således ikke at være bidragende til opnåelse af dette mål at undersøge de enkelte lande individuelt.

Subprimekrisen udvikler sig konstant, hvorfor det af omfangsmæssige årsager, har været nødvendigt at sætte en tidsgrænse for afslutningen af afhandlingen. Således vil beskrivelse af krisen mv. ikke gå længere end til 1. juli 2008, tillige vil vurderinger omkring den økonomiske situation mv. være taget med udgangspunkt i denne dato.

¹⁰ Flere markeder (som det vil vises i senere afsnit) er allerede blevet kraftigt påvirket.

¹¹ Det være sig: 1. "Den øgede finansielle innovation de seneste år", 2. "Boligprisernes kraftige stigninger" samt 3. "De seneste års jagt på afkast (risikovillighed)"

Kilde kritik

De kvantitative data vil overordnet bestå af datamateriale indsamlet i form af markedsdata, fra bl.a. Bloomberg og Markit Group Ltd, samt IMF's Global Outlook database. Disse markedsdata vil bl.a. indeholde forskellige økonomiske nøgletal, økonomiske indeks, samt priser på forskellige aktiver¹². De kvantitative data er naturligvis aldrig bedre end leverandøren af de forskellige data. Disse leverandører afhænger naturligvis af datatypen, men er som oftest enten forskellige offentlige organer, eller markedsdeltagere, herunder brokere og banker. Hvor det har været muligt at vælge forskellige dataleverandører¹³, er der valgt leverandør efter hvem der normalt kunne tilsiges at have størst objektivitet.

Afhandlingen er primært bygget på sekundære kvantitative data, der efterfølgende selvstændigt er taget stilling til. En del artikler har dog også dannet grundlag for nogle af pointerne. Disse artikler er primært taget fra lødige tidsskrifter/medier, herunder bl.a. BBC, Børsen, NY Times, dr.dk mv.¹⁴ Der er naturligvis en risiko for at beskrivelsen af krisen i disse tidsskrifter har været farvet af journalistens eller nyhedsmediets egen holdning. Pointerne er derfor i så høj grad som muligt blevet bakket op af kvantitative data, da det danner grundlag for en højere grad af objektivitet.

¹² Aktiver skal her forstås bredt, herunder bl.a. priser på aktier, renter, kreditspænd, huspriser mv.

¹³ Ved enkelte datatyper i Bloomberg er det muligt at vælge fra forskellige leverandører. Dette er kun muligt på data i form af markedspriser på bl.a. finansielle instrumenter.

¹⁴ Komplet lise over medier, der er benyttet, findes i litteraturlisten.

Hvad er subprime?

Da krisen i medierne er blevet døbt ”Subprime krisen”, er det af relevans at komme med en kort beskrivelse af, hvad subprime egentlig er.

Subprime betyder, at det er lån, der er ydet til segmentet under ”prime”. Dvs. til folk med en ringere kredithistorie end prime markedet. I USA findes tre overordnede opdelinger af lån, Prime, Near-Prime og Subprime. Dette i sig selv er ikke noget nyt fænomen. Det nye i dette billede er dog, at de store Wall-Street firmaer har valgt at ”pakke” disse lån i forskellige typer af derivater, som kan sælges som separate stykker¹⁵. Subprime lånene blev ofte ydet, som det der kaldes 2-28 eller 3-27¹⁶. Det betyder, at der i henholdsvis de 2 og 3 første år, er en særlig lav rente på lånene. Dette er en fast rente. Derefter (de henholdsvis 28 og 27 år) vil renten være variabel (typisk LIBOR¹⁷) plus et spread. Dette spread var ofte så højt, at ydelsen på det samlede lån kunne være 2 til 3 gange større end ydelsen i starten af perioden¹⁸. Mange låntagere har dog formentlig ikke skænket dette de store tanker, da lånene ved optagelse typisk ikke har været tænkt som en langsigtet finansiering. Låntagerne, som oftest ikke har haft den bedste kredithistorie, har formentlig håbet på, at de næste 2-3 år med afbetaling på et huslån, har kunne øge deres kreditværdighed. Denne øgede kreditværdighed skulle således være med til at fordre en omlægning af det dyre subprime lån, til et prime lån. Denne plan har dog hvilet på en enkelt antagelse mere, nemlig at huspriserne ville bibeholde de seneste års kraftige stigning. En stagnering eller et direkte fald i huspriserne vil gøre en omlægning umulig. Det er denne sidste antagelse, der viser sig ikke at holde, og som derfor sender en stor mængde husejere ud i den beklagelige situation, at de er nødt til at betale den høje rente lånet refixer til efter den initiale periode, en rente de måske ikke har været i stand til at betale.

¹⁵ The Economist 2007

¹⁶ <http://www.npr.org/templates/story/story.php?storyId=12561184>

¹⁷ LIBOR: London Interbank Offered Rate, reference rente der fastsættes dagligt af et panel af banker.

¹⁸ Kilde: <http://www.conventionalloans.net/products.html>

Krisens forløb

En så kompleks krise er svær at opsummere i korte træk. Overblikket vil hurtigt forsvinde i tekniske detaljer, og selv en tidslinje vil hurtigt blive kompleks og uigennemskuelig. Selvom tidslinjen lider af denne svaghed, er det dog den metode, jeg finder bedst til både at forklare, hvad der er sket og i hvilken rækkefølge. Det er naturligvis ikke alle begivenheder, der er medtaget, men dem der efter min overbevisning bedst beskriver, hvad der skete.

Denne tidslinje viser, hvad der skete måned for måned, da krisen rullede sig ud i 2007.

2007	
Februar	HSBC (en af de største banker i verden) ¹⁹ fyrer chefen for dets "US mortgage lending" da tabene overstiger 10,5 mia. USD. ²⁰
Mars	Subprime frygt rammer for første gang Wall-Street, blandt andet med baggrund i at New Century Financial (en af de største udlånere af subprime lån) blev suspenderet ²¹ , da de indrømmede frygt for mulig konkurs.
April	New Century Financier går konkurs. ²²
Maj	Enkelte Økonomer forudsiger US "slowdown", grundet subprime krisen ²³ . UBS lukker deres US-subprime del, kaldet Dillon Read Capital Management ²⁴ .
Juni	Bear Sterns afslører, at de har brugt 3.2 mia. USD på at rede 2 af deres hedge fonde, der investerede i subprime lån. Samtidig fyres chefen for deres Asset Management ²⁵ .

¹⁹ Kilde: <http://www.hsbc.com/1/2/about-hsbc>

²⁰ http://news.bbc.co.uk/1/hi/russian/world/newsid_638000/638803.stm

²¹ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>

²² http://www.dr.dk/Nyheder/Baggrund/2008/10/09142722.htm?wbc_purpose=update++81k, samt <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6519051.stm>

²³ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6677863.stm>

²⁴ <http://www.nytimes.com/2007/05/04/business/04ubs.html>

²⁵ <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2008/09/15/061141.htm>

Juli	<p>Bear Sterns forklarer investorerne, at de ikke vil få ret meget, hvis noget, fra de to hedgefonde, de var nødsaget til at give likviditet²⁶.</p> <p>FED²⁷'s Bernanke²⁸ advarer om, at krisen i subprime lånene kan koste op imod 100 mia. USD²⁹ –Aktiemarkedet tager denne nyhed alvorligt!³⁰</p> <p>Countrywides profit svinder ind, efterhånden som flere låntagere ikke kan tilbagebetale deres lån.³¹</p>
August	<p>Den Tyske regionalbank Sachsen Landesbank bliver solgt til Landesbank Baden-Wuerttemberg, da de var tæt på konkurs, grundet eksponering overfor subprime lån.³²</p> <p>Countrywide får 2 mia. kapitalindsprøjtning fra Bank of America.³³</p> <p>FED nedsætter diskontoen med 50bp, som hjælp til bankernes likviditetsproblemer.³⁴ ECB pumper 47,7 mia. € ind i pengemarkedet.</p> <p>Aktiemarkederne reagerer stadig negativt på nyhedsstrømmen.³⁵</p>
September	<p>IKB (tysk bank) rapportere et tab på 1 mia. USD relateret til US Subprime lån³⁶</p> <p>Interbankrenterne stiger stadig kraftigt, da bankerne frygter, at de andre banker kan have eksponering overfor subprime produkter.³⁷</p> <p>ECB skyder endnu flere penge ind i systemet, den totale intervention er nu oppe på 250 mia. €³⁸.</p>

²⁶ <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2008/09/15/061141.htm>

²⁷ FED: Federal Reserve, den amerikanske centralbank.

²⁸ Bernanke: Ben Bernanke, nuværende centralbankchef i USA.

²⁹ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>

³⁰ Se figur 4.1 til 4.5

³¹ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6914312.stm>

³² <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6967400.stm>

³³ <http://www.netposten.dk/?pageid=5&articleid=1005434>

³⁴ Kilde: Bloomberg, se evt figur 5.1

³⁵ Kilde: Bloomberg, se evt figur 4.1 – 4.5

³⁶ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6976517.stm>

³⁷ Kilde: Bloomberg, se evt. figur 6.1, 6.3, 7.1 og 7.2

³⁸ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6981285.stm>

	<p>Trichet³⁹ giver rating-bureauerne skylden for krisen, og noterer sig, at den Europæiske økonomi er sund.⁴⁰</p> <p>Northern Rock er blevet tildelt økonomisk støtte fra BOE⁴¹ i deres egenskab af LLR⁴². –Aktierne ryger ned, og andre afdelinger af Northern Rock oplever, at indlånene bliver trukket ud. –et klassisk ”bank-run”.</p> <p>FED nedsætter den officielle rente til 4,75 %⁴³.</p>
Oktober	<p>UBS afslører at de har tabt 3.4 mia. USD på deres ”Fixed Income investeringer”⁴⁴</p> <p>Merril Lynch afslører af de har tabt 5.6 mia. USD på Subprime, Nomura og Citigroup kommer også med tab på i alt 6.5 mia. relateret til subprime.⁴⁵</p> <p>Den amerikanske regering samt den private sektor opretter Hope Now Alliance for at hjælpe trængte ejere af subprime lån.⁴⁶</p> <p>Ben Bernanke advarer nu om, at krisen kan få en signifikant betydning for den Amerikanske økonomi.⁴⁷</p>
November	<p>Citigroup annoncerer, at tabene på subprime nu er på mellem 8 og 11 mia. USD, CEO og bestyrelsesmedlem Charles Prince, siger op.⁴⁸</p> <p>Flere banker rapporterer tab i mia. klassen, herunder Wachovia, Morgan Stanley, Barclays og HSBC.⁴⁹</p>

³⁹ Trichet: Jean-Claude Trichet, chef for den Europæiske Centralbank (ECB)

⁴⁰ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6990443.stm>

⁴¹ BOE: Bank Of England, Den Britiske Centralbank

⁴² LLR: Lender of Last Resort

⁴³ Kilde: Bloomberg, se evt figur 5.1

⁴⁴ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7021529.stm>

⁴⁵ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>

⁴⁶ http://www.fsround.org/hope_now/pdfs/AllianceRelease.pdf

⁴⁷ <http://business.timesonline.co.uk/tol/business/economics/article4951631.ece>

⁴⁸ http://news.bbc.co.uk/2/hi/in_depth/707825.stm

December	<p>Præsident Bush annoncerer en plan, der skal indefryse et begrænset antal låntagers variable boliglån for 5 år. Skal gennemføres via New Hope Alliance.⁵⁰</p> <p>FED sænker igen renten, nu med 25bp til 4.25 %.⁵¹</p> <p>FED stiller mere likviditet til rådighed for den finansielle sektor. Denne aktion er planlagt sammen med central banker fra Canada, England (BOE), Schweiz (SNB) og Europa (ECB).⁵²</p> <p>Fannie Mae udsteder for 7 mia. aktier for at dække tab fra boligmarkedet.⁵³</p> <p>Standard & Poor's Case-Shiller indeks for december viser et forsat fald i boligpriserne. Det samlede fald på et år er opgjort til 6,6 procent.⁵⁴</p> <p>UBS rapporterer yderligere 10 mia. USD tab på subprime investeringer.⁵⁵</p> <p>ECB stiller 500 mia. i likviditet til rådighed hen over julen.⁵⁶</p>
2008	
Januar	<p>Aktiemarkederne oplever nu en hidtil uset panik (ikke set siden 9/11-2001) og FED beslutter helt ekstraordinært at sænke renten med 75bp til 3,5 %.⁵⁷</p>

⁴⁹ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>

⁵⁰ <http://www.msnbc.msn.com/id/22132648/>

⁵¹ Kilde: Bloomberg, se evt figur 5.1

⁵² <http://www.ecb.int/press/pr/date/2007/html/pr071212.en.html>

⁵³ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7128097.stm>

⁵⁴ Kilde: Bloomberg, se figur 2.1

⁵⁵ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7135872.stm>

⁵⁶ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7149329.stm>

⁵⁷ Kilde: Bloomberg, se evt figur 5.1

	<p>Få dage senere vælger de igen at sætte renten ned med 50bp til 3 %.⁵⁸</p> <p>Countrywide bliver købt af Bank of America for 4 mia. USD.⁵⁹</p> <p>Citigroup nedskriver nu subprime for i alt 18 mia. USD, og UBS erkender, at de ikke har det fulde overblik over de totale tab fra Subprime. Lehman Brothers fyrer 1300 medarbejdere, da det nedskalerer udlånsforretningerne i USA.⁶⁰</p> <p>Fortis advarer om mulige tab på subprime relaterede lån på op imod 1,47 mia. USD.⁶¹</p> <p>MBIA meddeler tab på 2.3 mia. USD.⁶²</p>
Februar	<p>Ben Bernanke udtrykker bekymring for de såkaldte monoliner (obligations forsikrere).⁶³</p> <p>Deutsche Bank, Commerz Bank og UBS meddeler alle nedskrivninger relateret til subprime.⁶⁴</p>
Marts	<p>Credit Agricole⁶⁵ og HSBC⁶⁶ meddeler tab på baggrund af subprime lån.</p> <p>Goldman Sachs og Lehman Brothers afslører Q1 resultat, hvilket er blevet halveret som resultat af subprime krisen.⁶⁷, dog er resultatet bedre end forventet, hvorfor aktierne stiger på denne nyhed.</p>

⁵⁸ Kilde: Bloomberg, se evt figur 5.1

⁵⁹ <http://www.nytimes.com/2008/06/08/business/08country.html>

⁶⁰ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>

⁶¹ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>

⁶² <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>

⁶³ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7232200.stm>

⁶⁴ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>

⁶⁵ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7278702.stm>

⁶⁶ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7274385.stm>

⁶⁷ <http://www.financialexpress.com/news/>

	<p>Bear Sterns modtager ekstraordinær støtte fra den Amerikanske Centralbank, da deres eksponering overfor subprime lån har ført til mistillid i interbankmarkedet.⁶⁸</p> <p>Bear Sterns bliver overtaget af JP Morgan for kun 1\$ pr. aktie.⁶⁹</p> <p>Ny koordineret aktion for at rede banksektoren bliver iværksat, hvor der gives 200 mia. USD i øget likviditet til bankerne.⁷⁰</p> <p>FED nedsætter igen renten, denne gang med 75bp til bare 2,25 %⁷¹.</p> <p>Næsten 650.000 husejere i USA gik på tvangsauktion i første kvartal, det er mere end en fordobling i forhold til samme kvartal sidste år.⁷²</p>
April	<p>Deutsche, Bank, UBS, Merrill Lynch, Citigroup og RBS kommer alle med nye nedskrivninger og tabsforventninger.⁷³</p> <p>FED nedsætter igen renten, denne gang med 25bp til bare 2 %⁷⁴.</p> <p>FDIC overtager IndyMac, en af de største udlånere af subprime lån.⁷⁵</p> <p>RBS tilkendegiver tab på 5.9 mia. GBP i nedskrivninger, hvorefter de beder aktionærerne om 12 mia. GBP, for at styrke deres kapitalgrundlag.⁷⁶</p>
Maj	<p>UBS offentliggør plan om at skærer ca. 5.000 job væk frem til midten af 2009⁷⁷</p> <p>HSBC⁷⁸ og Barclays⁷⁹ kommer igen med nye nedskrivninger.</p>

⁶⁸ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7296678.stm>

⁶⁹ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7299938.stm>

⁷⁰ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7289815.stm>

⁷¹ Kilde: Bloomberg, se evt figur 5.1

⁷² Schumer E, 2008

⁷³ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>

⁷⁴ Kilde: Bloomberg, se evt figur 5.1

⁷⁵ <http://www.business.dk/article/20080721/okonomi/707210017/>

⁷⁶ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7359940.stm>

⁷⁷ Schumer E, 2008

Juni	<p>The Federal Housing Administrations tilkendegiver, at de forventer tab på op imod 4.6 milliarder USD, som konsekvens af manglende tilbagebetalinger på huslån.⁸⁰</p> <p>For første gang i historien er der nu mere end 1.000.000 huse i USA der er på tvangsauktion. MBA anslår, at 39 % af dem skyldes Subprime lån.⁸¹</p> <p>S.E.C. foreslår strengere regler for rating agencies, i lyset af de modstridende interesser rating-firmaerne har haft.⁸²</p>
Juli	<p>Aktiekurserne på Fannie Mae og Freddie Mac faldt henholdsvis 76 % og 83 %, efter flere avisartikler har indikeret at et eller muligvis begge firmaer ville blive nationaliseret.⁸³</p>

Kort opsummering

De første tegn på krisens begyndelse sås allerede i August 2005, da huspriserne i enkelte stater begyndte at falde fra deres noget ekstreme niveauer, der var skabt de seneste år. Det er dog først i 2007, at det nationale husprisindeks "S&P/Case-Shiller house price index", oplever en decideret stagnering⁸⁴.

Markedets første opvågning var, da Bear Sterns to hedge fonde kom i problemer. Det var nu for første gang i lang tid en realitet med en decideret konkurs på en hedgefond involveret i denne type investeringer.

⁷⁸ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7395425.stm>

⁷⁹ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7402085.stm>

⁸⁰ Schumer E, 2008

⁸¹ Schumer E, 2008

⁸² Schumer E, 2008

⁸³ Kilde: Bloomberg

⁸⁴ Se figur 2.1

Markedet begynder efterfølgende langsomt at finde ud af hvilke effekter nedskrivninger i disse obligationer egentlig betyder. Det ”distress-salg” der efterfølgende finder sted, øger blot problemet. Bankerne begynder efterhånden at kappes om at frigive estimater på, hvor meget de har tabt, hvilket igen øger usikkerheden. Trods flere tiltag fra bl.a. centralbankerne, spreder krisen sig hurtigt til andre markeder, og specielt kreditmarkedet og aktiemarkedet bliver hårdt ramt⁸⁵. Dette vil blive yderligere gennemgået i senere afsnit. Krisen er på nuværende tidspunkt på ingen måde løst. De næste afsnit skal dels forsøge at afklare hvad der førte til krisen, give et billede af hvordan de forskellige finansielle markeder er efterladt, samt hvad det har betydet for den nuværende økonomiske situation i Europa.

⁸⁵ Se afsnittet om markedsreaktionerne

Medvirkende årsager til den finansielle krise

Dette afsnit vil fokusere på hvilke begivenheder, der førte til subprime krisen, som startede i midten af 2007. Afsnittet vil komme med 3 bud på, hvad der har ført til denne likviditets- og kreditkrise. Den finansielle innovation der har fundet sted over de seneste år, husprisernes himmelflugt, samt jagten på afkast vil blive undersøgt.

Årsagsmulighed 1: Finansiell innovation

Den første årsag til krisen, der vil blive belyst, er den finansielle innovation, der fandt sted op igennem 90'erne⁸⁶. I takt med at man fik bedre og mere komplekse risikomodeller (ikke mindst takket være den store udvikling i bedre og hurtigere computere), blev der udviklet nye finansielle produkter. Disse produkter har dels øget investorerne muligheder, dels forplumret risikobilledet på de forretninger investorerne har indgået. Mere alvorligt er det måske, at incitamentet og risiko ikke hænger sammen på samme måde, som det var tilfældet førhen. Det vil her vises, hvordan subprime lånene blev konstrueret og solgt videre til investorerne.

Salg af subprime lån

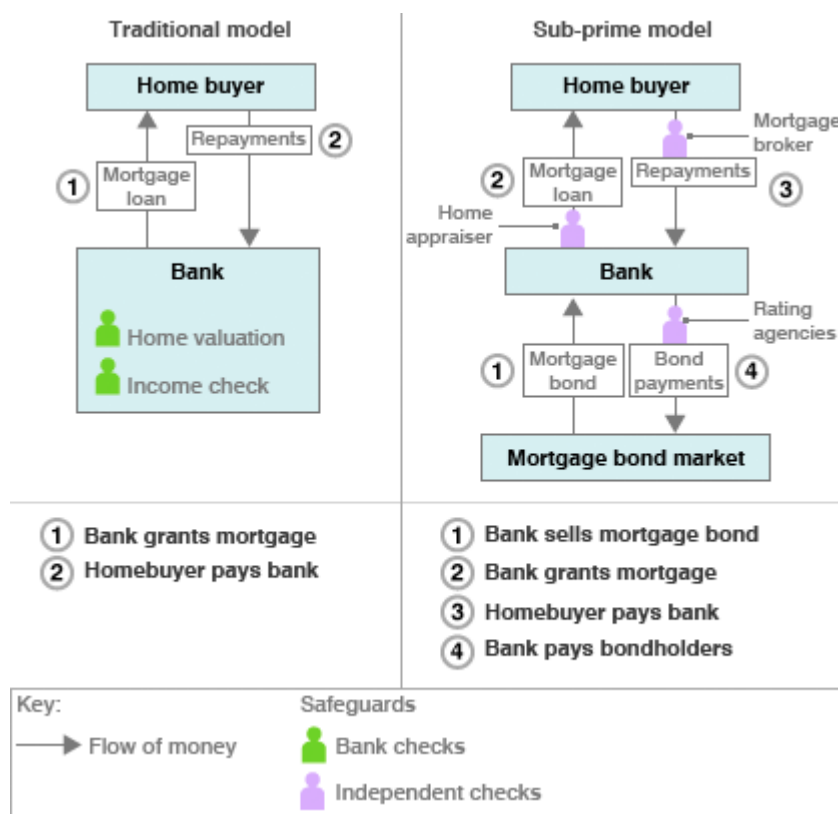
Almindelige boliglån udbydes normalt ved at kunden henvender sig i låneinstitut med ønske om et lån i huset. Låntager og bolig bliver her kreditvurderet af finansieringsinstituttet, som har interesse i at låntager har mulighed og vilje til at tilbagebetale lånet, da finansieringsinstituttet ellers vil lide et tab.

Subprime lånene bliver tilbudt direkte til huskøberne via en særlig agent. Denne agent har til formål at sælge sit lån og derved modtage sin provision. Denne agent sælger lånet videre til en bank, hvorfor han ikke har noget incitament til at udføre en grundig kreditvurdering.

⁸⁶ Kindleberger, C.- 2005, kapitel 2

Her er en grafisk illustration af, hvordan modellen for finansiering af subprime lån, set i forhold til et traditionelt lån, så ud.

Figur 1.1



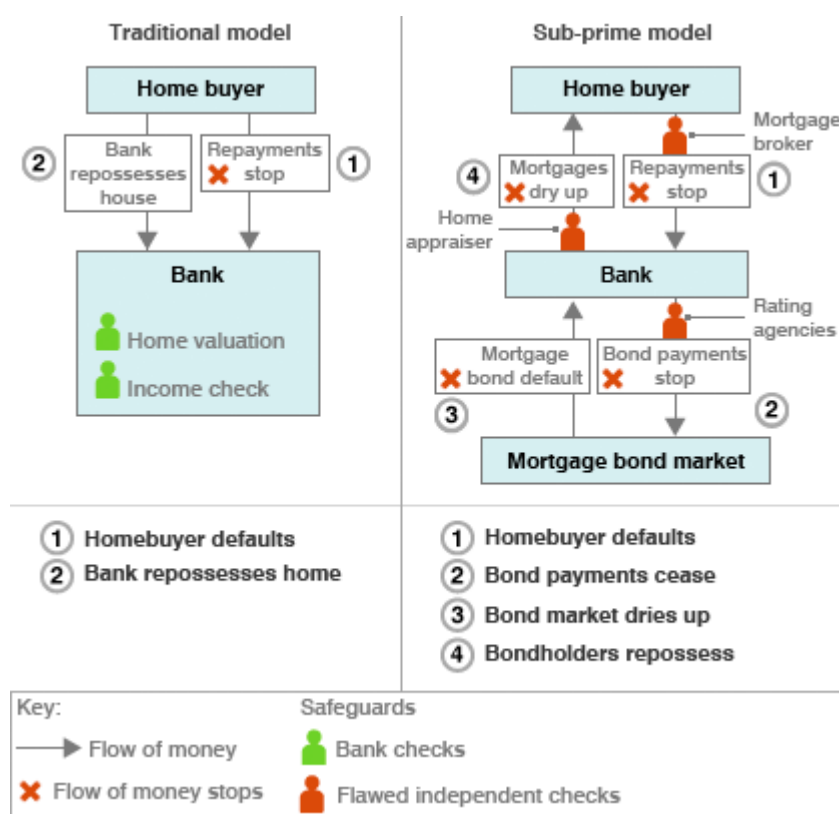
Kilde: BBC⁸⁷

Som det ses af denne illustration, så vil et almindeligt lån være en forretning mellem banken og låntageren, hvor banken selv sørger for at kontrollere både værdien af huset og kreditværdigheden af debitoren. Hvis debitoren ikke kan honorere afdragene på huset, kan banken overtage ejendommen, hvilket skulle være nok til at indfri gælden med. Obligationerne, der udstedes, garanteres af banken, som jo selv har en interesse i, at debitoren kan betale sin gæld. Banken foretager endvidere et kredit-check af debitoren, samt en ejendomsvurdering. Banken har igen et incitament til at dette er korrekt foretaget, da den selv risikerer at miste penge, såfremt debitoren ikke kan honorere betalingen, eller husets værdi ikke svarer til det vurderede.

⁸⁷ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7073131.stm>

Med subprime modellen, er bankens egne kontroller sat ud af kraft. Her er det en lokal Mortgage Broker, der sælger lånet til kunden. Husets vurdering beror i øvrigt på en ekstern valuering (altså ikke bankens egen). Disse lån sælges efterfølgende videre til bankerne, der ”pakker” lånene om, og sælger dem til investorerne i form af forskellige komplicerede obligations trancher. Trancherne vurderes efterfølgende af uafhængige Rating Agencies⁸⁸.

Figur 1.2



Kilde: BBC⁸⁹

⁸⁸ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7073131.stm>

⁸⁹ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7073131.stm>

”Slicing and Dicing”

Subprime lånene er modsat ”almindelige” boliglån, kendetegnet ved *ikke* at være 1-1 repræsenteret hos investoren. Lånene er således ikke direkte finansieret af en investor, der tager kreditrisikoen og afdragsprofilen fra lånerne på sin bog⁹⁰. Subprime lånene er kendetegnet ved, at blive delt op hos en af de større investeringsbanker.

CDO (Collateralized Debt Obligations) er en måde at strukturere en række forskellige lån på. Ideen er at i stedet for at man sælger lånet direkte videre som en betalingsstrøm – dvs. et 1-1 princip, hvor investoren for de betalinger debitoren foretager, så laver man en strukturering af lånene. Man tager en stor samling af forskellige lån, med forskellig kreditværdighed og typisk også forskellig løbetid. Man strukturerer derefter en række obligationsserier, i det man kalder trancher. De forskellige trancher bliver tildelt betalinger efter den såkaldte ”vandfaldsmetode”. Det vil sige, at den mest udsatte tranche vil opleve et tab, straks i det øjeblik der er en debitor, der ikke kan honorere sin betaling. Denne tranche vil typisk tilbyde en betydelig rente som kompensation for sin store risiko. Den næste tranche skal opleve at en bestemt del af debitorerne ikke kan honorere sine betalinger (alle dem der ikke kunne honorere betalinger i den første tranche), førend den begynder at tabe penge. Dvs. at denne tranche ikke bliver berørt af, at den første andel ikke kunne betale sine forpligtigelser. Denne tranche vil naturligvis tilbyde en noget lavere rente. Trancherne bliver derefter selvstændigt rated af forskellige rating agencies, hvoraf de sidste trancher i ”vandfaldsmetoden” ofte kunne pryde sig med en AAA rating (den bedste rating). Bankerne solgte som oftest alle de usikre trancher videre til investorerne, og beholdt selv de ”sikre” trancher på bøgerne. Dette virkede som en idiotsikker plan, hvor banken ikke løb nogen risiko, men tjente masser af penge, hvilket forklarer populariteten i dette. Man havde dog ikke taget likviditetsproblemerne med i beregninger af risikoen. Således er en stor del af faldene ikke kun sket på grund af en forkert kreditvurdering af instrumenterne (hvilket i sig selv er meget kompliceret at prissætte), men også fordi det ikke har været muligt at sælge dem senere.

Man kan således sige, at konstruktionen af disse lån har været med til at mindske gennemskueligheden i markedet⁹¹. Samtidig har det muligvis lokket nogle mennesker til at foretage

⁹⁰ Bog skal her forstås som risiko.

⁹¹ Bordo, M-2007

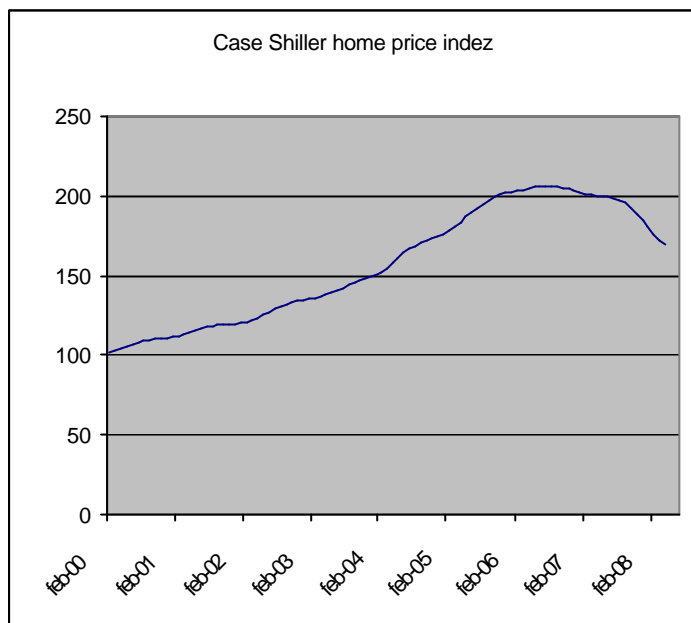
et huskøb, som de egentlig ikke havde råd til. Samtidig med at der ikke var nogen af dem der udlånte pengene, der havde incitament til at sige nej til huskøberen.

Årsagsmulighed 2: Boligpriserne

For at forstå hvorfor det amerikanske boligmarkedet oplevede sin nedtur i starten af de nye årtusinde, må man først forstå hvad der driver prisen på boligmarkedet. Boligmarkedet er et marked, der adskiller sig fra andre markeder, som for eksempel aktiemarkederne på flere væsentlige punkter. Der er oftest ikke samme opfattelse af "prisstabilitet" på boligmarkedet, som man ser på eksempelvis aktiemarkedet. Man forventer med andre ord ikke i samme grad, at boligmarkedet kan falde i værdi. Boligmarkedet er dog også kendetegnet ved flere forhold, der kan modvirke "boble tendenser". Dels er det forbundet med store omkostninger både at købe og sælge huse, dels er det relativt besværligt. Yderligere er det forbundet med store omkostninger at vedligeholde et hus, så værdien ikke forsvinder. Endelig er et hus så nominel en dyr investering, at de aktive "spillere" som spekulanter i dette marked er begrænsede (men de eksisterer dog!). Der er med andre ord en langt lavere grad af spekulation i boligmarkedet, end eksempelvis aktiemarkedet. Derfor kan boligmarkedet i højere grad forventes at følge den almindelige inflation.

Dette betyder dog ikke, at prisbobler ikke kan finde sted på boligmarkedet. Selvom boligpriserne på lang sigt ikke vil stige væsentlig mere end den generelle prisstigning, så vil det korte sigt se noget anderledes ud. Markedet vil således i det lange løb følge en form for "Mean Reversion". Det vil sige, at såfremt boligmarkedet i en periode er steget meget, er det sandsynligt at det efterfølgende vil falde hen imod en langsigtet ligevægt.

Figur 2.1



Kilde: Bloomberg

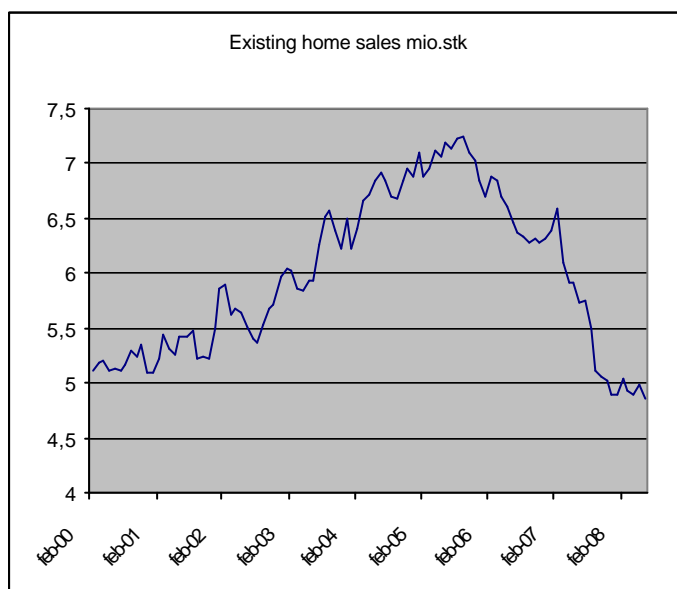
Prisen på boliger er lige som så mange andre markeder drevet af udbud og efterspørgsel. Når udbudet falder, eller efterspørgslen stiger, vil priserne stige og den omvendte effekt vil et fald i efterspørgslen eller stigning i udbudet have. Det er dog sjældent, at udbudet af huse falder, medmindre der er tale om kæmpe naturkatastrofer, hvorfor prisstigningerne som oftest er efterspørgselsdrevet. Omvendt kan fald skyldes begge dele, altså både et for stort udbud og en for lille efterspørgsel.

Det at øge udbudet af boliger, er dog relativt tidskrævende. Det betyder at priserne kan køre betydeligt op, før udbudet bliver øget tilsvarende. Dog vil den nu øgede pris "lokke" nye entreprenører ind i markedet (markedet for opførelse af huse), hvorfor en hvis form for "overproduktion" typisk finder sted. Dette er med andre ord også med til at presse priserne ned igen.

Hvis man skal se på faktorer, der kan føre til øget efterspørgsel, er det primært forhold som den demografiske udvikling (generelt flere mennesker), samt en generel øget velstand. En lavere rente, samt en hvis innovation inden for finansielle produkter, og en generel øget adgang til kredit, er alt sammen forhold, der kan føre til øget efterspørgsel efter boliger. Det er blandt andet disse forhold, der har været gældende i perioden med kraftige stigninger på det amerikanske boligmarked.

En naturlig konsekvens af denne prisstigning er naturligvis øget udbud. Den lave rente, sammenholdt med den øgede pris, har gjort det tilsvarende mere profitabelt at bygge nye boliger. Der er dog et indbygget ”lag” i dette nybyggeri, ved at huset tager et stykke tid at få opført. De nye byggerier øger dog ikke straks udbudet, og priser fortsætter derfor stadig opad, hvilket yderligere fører til en tilstand, hvor det er fordelagtigt at foretage nybyggerier. Dette sker i øvrigt i en periode hvor låntagere bliver ivrigere for at låne, og långivere bliver ivrigere for at låne ud. Da det er en relativ langvarig proces at starte et nybyggeri op, kan bygherren let havne i en situation, hvor han skal til at opføre nye boliger i et marked, hvor boligpriserne falder.

Figur 2.2

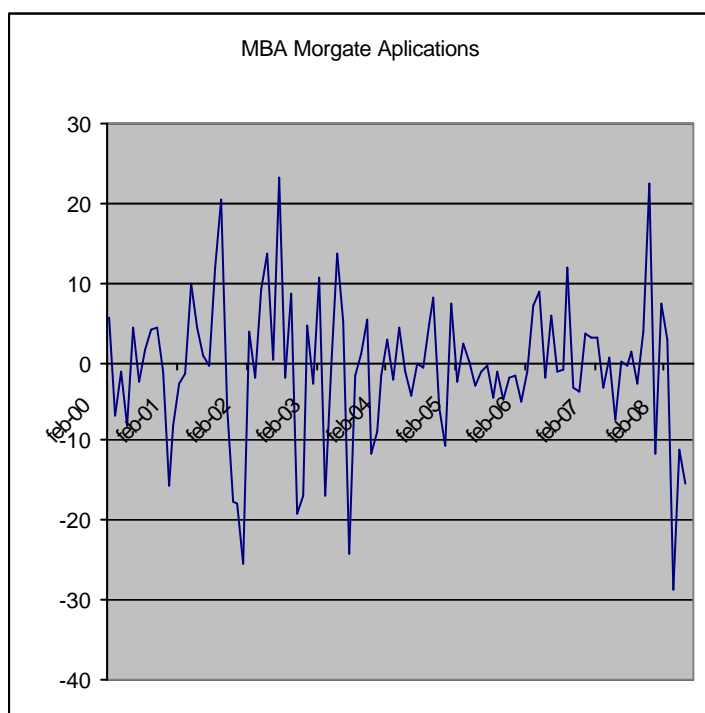


Kilde: Bloomberg

Figur 2.2 illustrerer at antallet af solgte boliger falder relativt dramatisk i starten af 2006 (hvor figur 2.1 kun viste en stagnering i huspriserne). Dette beskriver præcist, hvordan boligmarkedet fungerer. Hussælgerne reagerer nemlig ikke straks på den faldende efterspørgsel ved at sætte prisen kraftigt ned. De fleste sælgere vil i sådan en situation hellere vælge at ”se tiden lidt an”, frem for at sælge til en reduceret pris. Boligkøberne vil omvendt være endnu mere påpasselige med at gå ind på boligmarkedet, da det kan forventes, at man kan købe endnu billigere efter lidt tid. Der vil således blive indgået væsentligt færre handler. Den første vending på boligmarkedet er altså sjældent et fald i priserne, men snare et fald i omsætningen, præcist som det er illustreret her.

Som det ses af figur 2.3, er det ikke kun selve salget af boliger, der er gået i stå, det er også antallet af ansøgninger til huslånene. Dette indikerer, at opbremsningen i salget ikke kun er grundet mindre vilje til at sælge boligen, men i højere grad mindre villighed til at købe en ny bolig. Dog er tallet for låneansøgninger så volatilt, at det kan være svært at se en egentlig tendens heri. Dog er især det seneste par tal markant lavere end de øvrige, hvilket indikerer at huspriseres fald næppe er slut endnu.

Figur 2.3



Kilde: Bloomberg

Hvad der præcis satte gang i de faldende huspriser er svært at sige, et bud er det, som netop er blevet diskuteret her, at markedet har været drevet af spekulation. Da udlånsvilligheden har været meget høj op til denne krise, er det endvidere sandsynligt, at det er sket for lånte midler. Når man som spekulant har gearret sin investering via lån, har man naturligt et tidlige "stop-loss", hvilket gør, at når huspriserne først begynder at falde, bliver man "tvunget" ud i et salg.

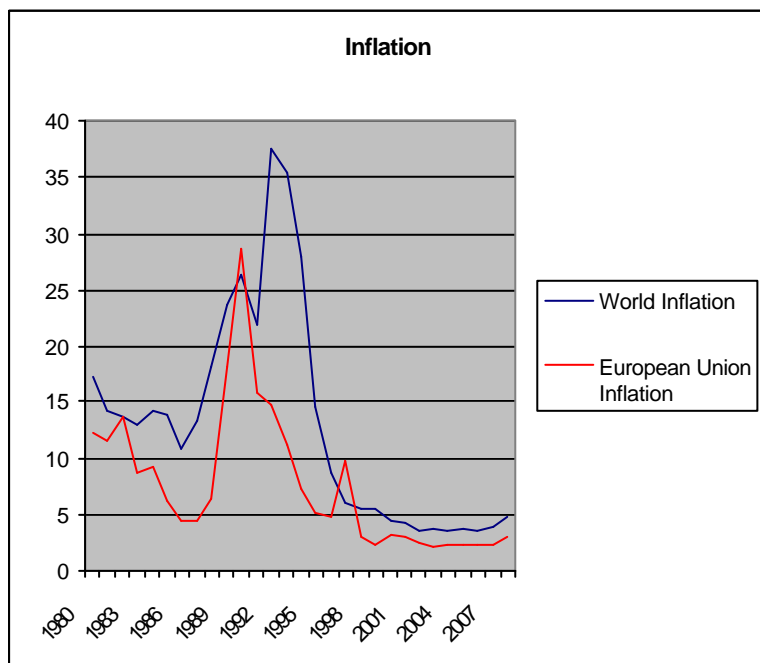
En anden årsagsmulighed, er måske en blanding af bankernes udlånsvillighed, samt den struktur lånformidlingen har haft (blev diskuteret i foregående afsnit). Låntagerne er derfor i højere grad blevet ”presset” ud i lån, de måske i virkeligheden slet ikke havde mulighed for at betale. Långiverne har ikke i alle tilfælde haft noget incitament til at sikre sig, at det var tilfældet hos låntageren.

Årsagsmulighed 3: Risikovillighed

Den sidste årsagsmulighed, der vil blive diskuteret, er den unaturlig høje risikovillighed, der var tilfældet op til krisens start i 2007. Risikovilligheden var blevet højere og højere i jagten på afkast, specielt efter den amerikanske centralbank (FED) havde holdt renten meget lav i en lang periode. Dette kunne blandt andet lade sig gøre, da inflation ikke var noget stort problem i den vestlige verden, på trods af en meget høj global vækst. Grunden hertil skal formegentlig findes i stadig billigere og hyppigere produktion i ikke-vestlige lande, som fx Kina.

Som det ses af figur 5.1 har den globale inflation været stærkt aftagende siden 1994, og har siden 1998 ligget på et konstant lavt niveau.

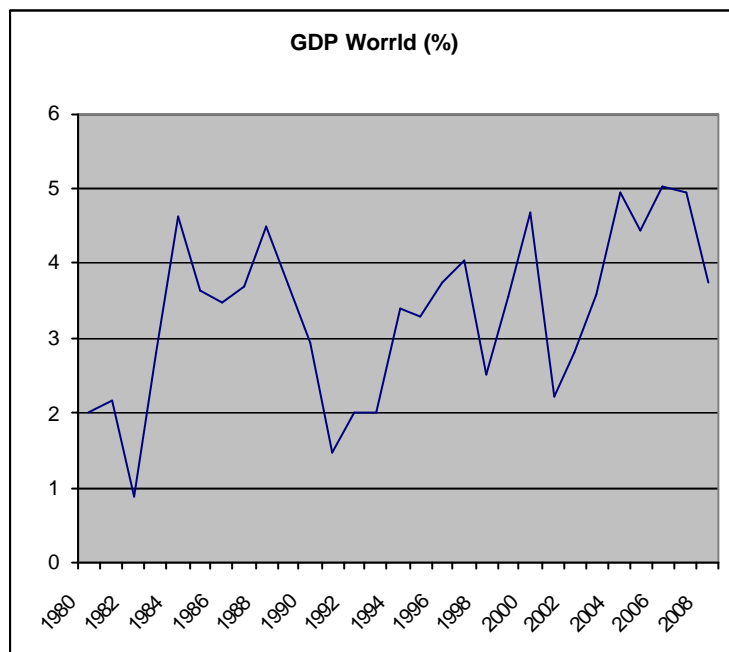
Figur 3.1



kilde: IMF (2008)

Samtidig har væksten (figur 3.2) siden starten af 1980'erne været generelt stigende.

Figur 3.2

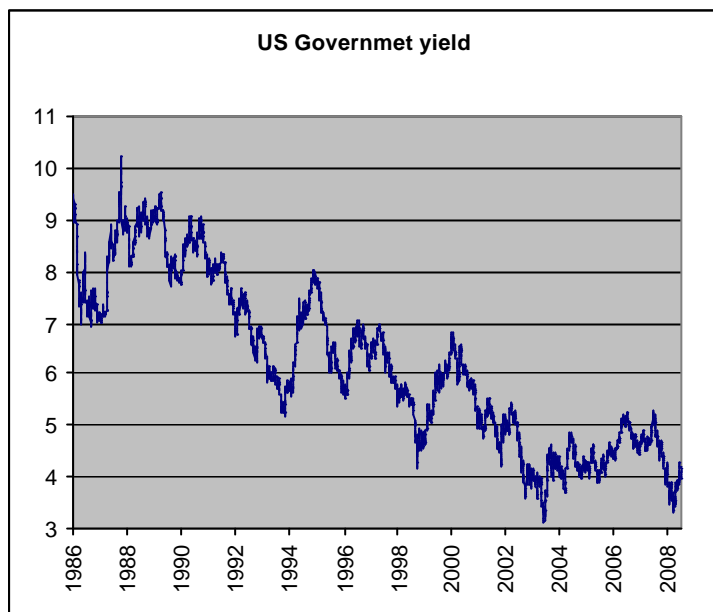


Kilde: IMF (2008)

Renterne på lav-risiko investeringer har dermed været presset ganske langt ned, hvilket har ført til en "jagt" på afkast. Den øgede risikovillighed har været mulig at observere på flere måder, herunder en øget andel af carry-trades og større efterspørgsel efter risikofyldte investeringer.

Som figur 3.3 illustrerer, har renterne på amerikanske statsobligationer været faldene. Dette skyldes dels den faldende inflation, men også de lavere risikopræmier. Figur 3.3 illustrerer afkastet på, hvad der anses som værende en ikke-risikofyldt investering. Da denne rente ikke ligger nævneværdigt over inflationen, har det været et stort tema i markedet at skabe et større afkast. Dette kunne kun lade sig gøre ved at placere penge i nogle aktiver med en lidt mindre grad af sikkerhed. Men efterhånden som disse aktiver blev dyre (grundet efterspørgslen), gav disse også en mindre rente. Dette er den onde cirkel, der har ført til, at selv relativt risikofyldte investeringer ikke har givet et ret højt afkast.

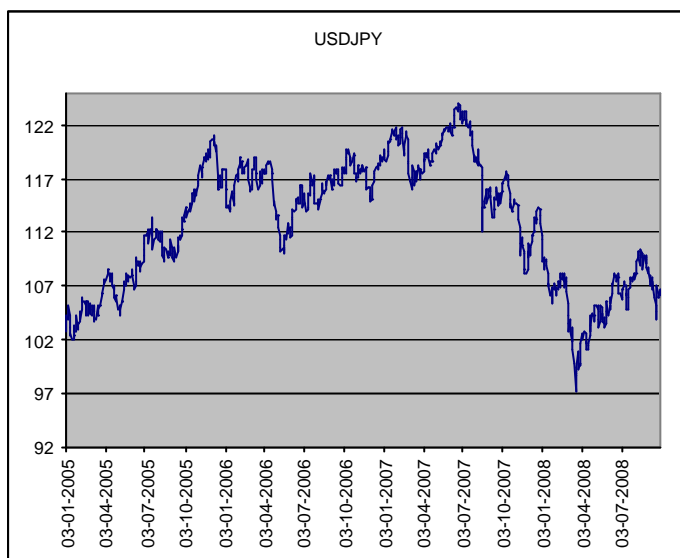
Figur 3.3



Kilde: Bloomberg

For at få en ide om hvordan den generelle risikovillighed har været op til krisen, har jeg valgt at se på valutakrydset USD/JPY (antal JPY pr. USD, da der er en enormt stor carry i dette). Ved at købe valuta-krydset, låner man reelt i JPY for at købe USD. Da JPY har en meget lavere rente end USD, er der alene heri en stor gevinst at hente. Det har således længe været en ganske populær strategi at købe USD ved at sælge JPY. Dette har givet store afkast i perioder, hvor man har kunnet købe JPY tilbage til en pris, der er steget mindre end renteforskellen i de to lande. Som det kan ses af figur 3.4 er valutakrydset i en længere periode steget, hvilket betyder, at man faktisk har kunnet købe JPY tilbage billigere, end man i første omgang havde solgt dem til. Man tjente således ikke kun penge på at spekulere i renteforskellen, men også på at alle andre gjorde det samme, og dermed pressede værdien af JPY ned. Der har således været ganske stor risikovillighed frem til midten af 2007. Herefter er krydset dog faldet i et relativt dramatisk tempo. En del af carry handlerne er naturligvis blevet lukket ned grundet den mindskede risikovillighed, hvilket har fået folk til at købe deres JPY tilbage (ved at sælge USD).

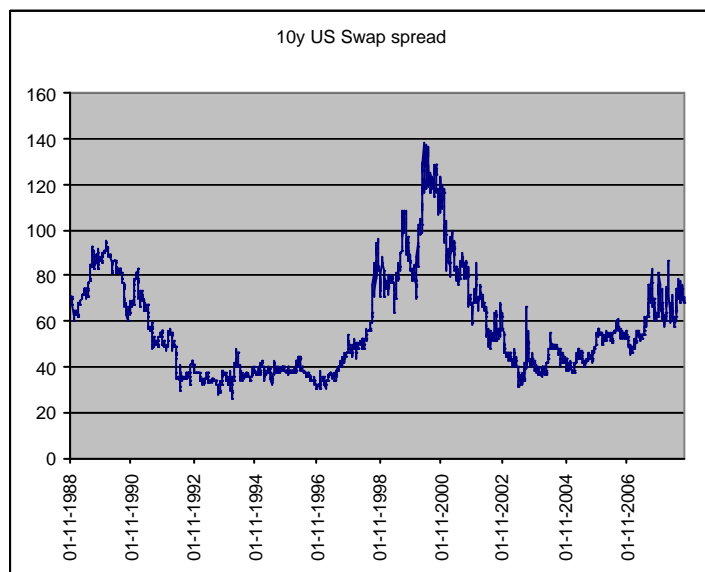
Figur 3.4



Kilde: Bloomberg

Det er generelt svært at finde gode kilder til kreditspreads over rigtig lang tid. Selve CDS markedet, som nok er det der er bedst at se kreditspænd på, er en relativ ny opfindelse. Også swapspreads har den ulempe, at de er relativt nye. Dog kan man godt finde swap-kvoteringer tilbage til slutningen af 80'erne, hvor især det Amerikanske marked er velegnet.

Figur 3.5

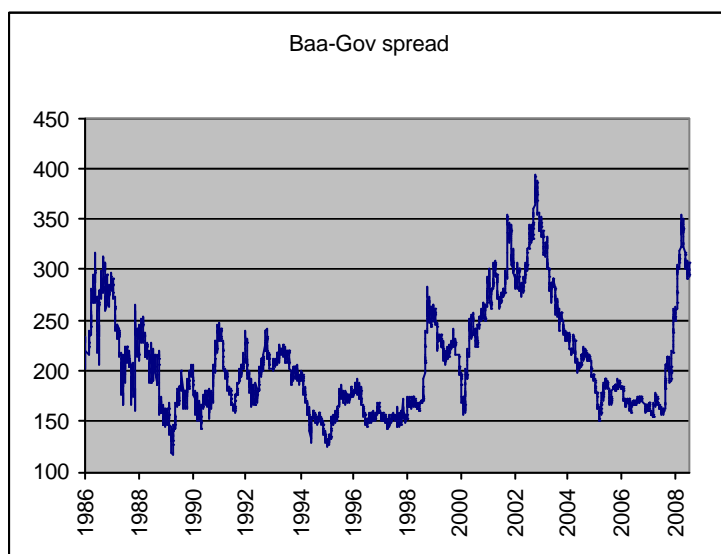


Kilde: Bloomberg

Som det fremgår af figur 3.5, har swap-spreadet i perioder været endnu højere, end de er nu. Dog kan nogle af de ekstreme spreads forklares. Således er det høje spread i 1997 formentlig et udslag af Asien krisen, 1998 (Ruslands-krisen og LTCM), 2000 (Y2K) osv. Det er dermed ikke helt så lige til at bestemme, om det nuværende swap-spreads er højt eller lavt set i et historisk perspektiv. Det ser dog ikke ud som om, det umiddelbart har været meget lavt den seneste tid op til krisen. Der kan dog være en række udbud og efterspørgselsforhold, der har påvirket dette forhold. Fx kan det tænkes, at der har været stor efterspørgsel efter lige netop Amerikanske statsobligationer i bestemte perioder. Dette ville presse spreadet mellem statsrenten og swap-renten ud.

Et andet udtryk for creditspreads, det er muligt at finde tilbage i tid, er obligationsmarkedet. Jeg har her valgt at sammenholde renten på den 10-årige amerikanske statsrente og Moody's Baa ratede obligationsindeks. Som det fremgår af figur 3.6, er dette spread kørt kraftigt ind de seneste år, hvorefter subprime krisen naturligvis har betydet en kraftig stigning i dette spread.

Figur 3.6



Kilde: Bloomberg

Hele denne jagt på risiko, har været med til at skabe grobund for de strukturerede produkter, hvori bl.a. subprime lån indgår. Investorerne, bankerne og hedge fondene har i stor stil efterspurgt denne type af produkter, der kunne give et højt afkast, med en relativ god sikkerhed. Man anså ikke

modparts-risiko mv. for værende en reel risiko, men snare en akademisk diskussion. Dette er præcis hvad de forskellige aktiver, jeg har illustreret i dette afsnit har vist, nemlig at prisen på risiko er faldet, specielt i de seneste år. Dette er både udtrykt i prisen på mindre sikre obligationer i forhold til Statsobligationer, den udbredte brug af carry-trades, specielt i valutamarkedet.

Sammenfatning på årsagerne til krisen

Som det er blevet vist i dette afsnit, er det sandsynligt, at årsagen til krisen skal findes i en kombination af disse forhold. Der er næppe nogen tvivl om, at krisen er et resultat af en længere periode med for lave risikopræmier. Dette har bl.a. medført, at en masse mennesker har lånt penge, uden at de måske bude havde gjort det. Den finansielle innovation har endvidere været med til at forplumre billedet af, hvem der ligger inde med de forskellige risici. Dette har netop været en del af det, der har gjort krisen så alvorlig, som den er. Jeg mener således at kunne opsummere krisen som et resultat af en for stor risikovillighed med de følger, det har for forbrugere, der har levet på investorerens vilde jagt på rente-pickup. Det forhold, at boligpriserne ikke blev ved med at stige, var det, der satte gang i den domino effekt, der har været i markedet. At lånene så har været pakket ind, så de til sidst har været helt uigenkendelige, har blot medført, at krisen er blevet endnu værre.

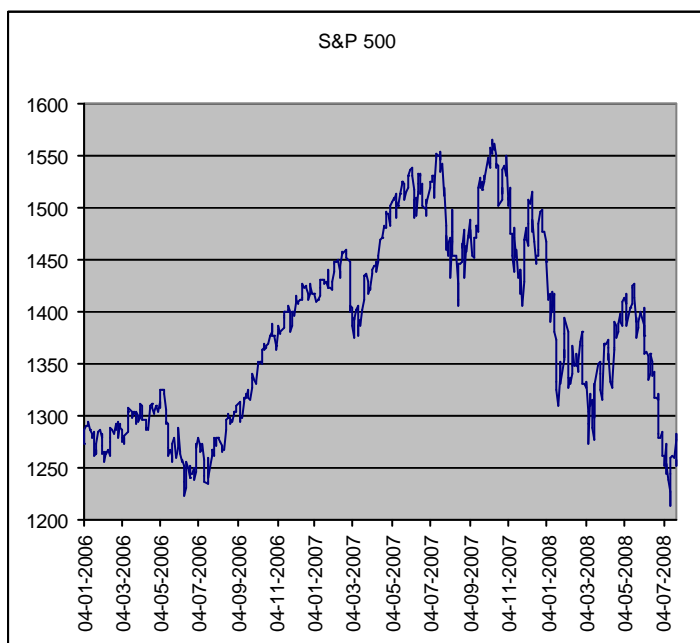
Markedsreaktioner på krisen

Dette afsnit vil undersøge, hvordan en række af de finansielle markeder blev påvirket af subprime krisen. Der vil blive fokuseret på, hvordan rentemarkedet, aktiemarkedet og kreditmarkedet har reageret. Alt dette hænger naturligvis sammen på et større plan. Det er dog næste afsnits opgave at binde dette sammen, da det handler om, hvordan den samlede europæiske økonomi har klaret sig, og hvad der kan forventes i fremtiden.

Aktiemarkedet

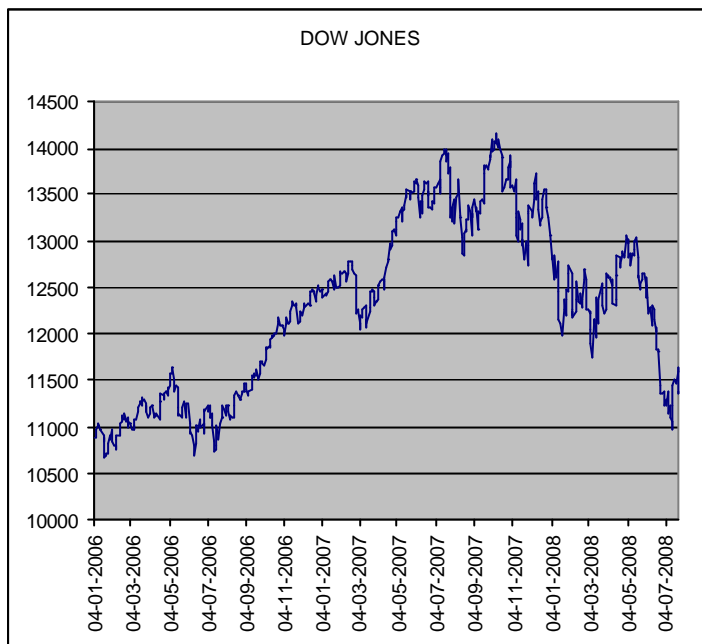
Aktiemarkedet er det måske mest intuitive marked af dem alle. Aktiemarkedet fortæller kort sagt noget om, hvordan virksomhedernes indtjening forventes at være i fremtiden. Ikke overraskende reagerede aktiemarkederne generelt negativt på krisens opblussen. S&P500 som består af de 500 største amerikanske virksomheder, har således oplevet et fald fra omkring 1500 før krisens start i sommeren 2007, til et niveau omkring 1250, altså et fald på ca. 17 %. Som det ses af figur 4.1 kom faldet først for alvor omkring november 2007 og senere omkring maj/juni 2008, efter det var kommet noget tilbage i marts måned.

Figur 4.1



Kilde: Bloomberg

Figur 4.2



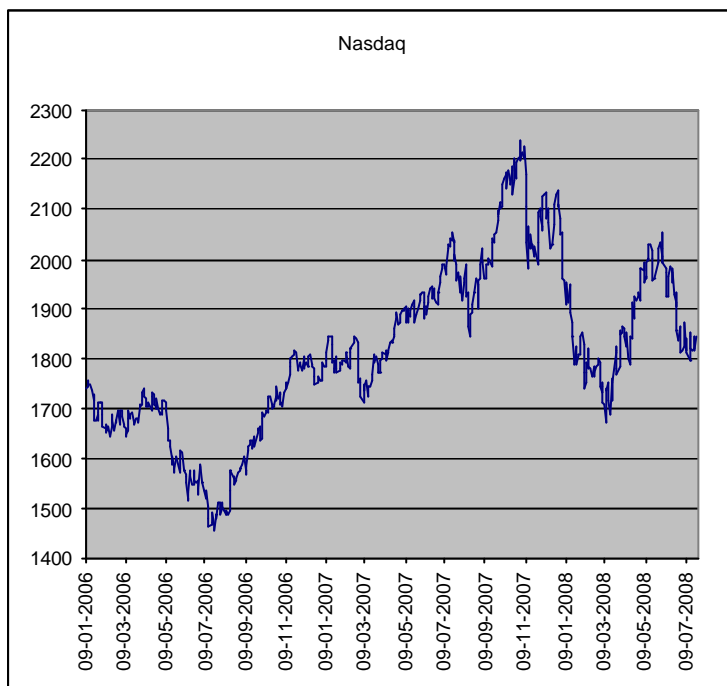
Kilde: Bloomberg

Dow Jones (figur 4.2) består af de 20 største industrivirksomheder i USA (altså et relativt smalt indeks, om man vil), men til gengæld et indeks der historisk har fulgt (eller rettere sagt forudsagt) konjunkturerne ganske nøje. Dette indeks har i lighed med S&P500 oplevet en meget markant nedskrivning, startende i september 2007 (indekset faldt også i juni, men kom, som man kan se på figur 4.2, igen frem til september). Dow Jones har siden krisens start oplevet et fald fra over 14.000 til nu kun 11.500, altså et fald på knap 18 %. Som det er illustreret af de to figurer, har disse to indeks været ganske godt korreleret i denne periode.

Det sidste amerikanske indeks jeg vil se på, er det teknologitunge Nasdaq indeks. Dette indeks blev i første omgang ikke ramt, men måtte tilsyneladende bukke under i september, præcis som de andre indeks. Det bør bemærkes, at faldene i indekset er sket med betydelig større hastighed, end det var tilfældet for S&P500 og Dow Jones. Endvidere var der et meget kraftigt fald i januar, som man ikke så på samme måde i de to andre. Dette fald var en af de direkte årsager til de aggressive rate-cuts, der blev foretaget af FED i denne periode.

Således er alle de store amerikanske indeks blevet ramt voldsomt af kreditkrisen. Alle indeksene handler mere end 17 % under deres niveau før krisens start.

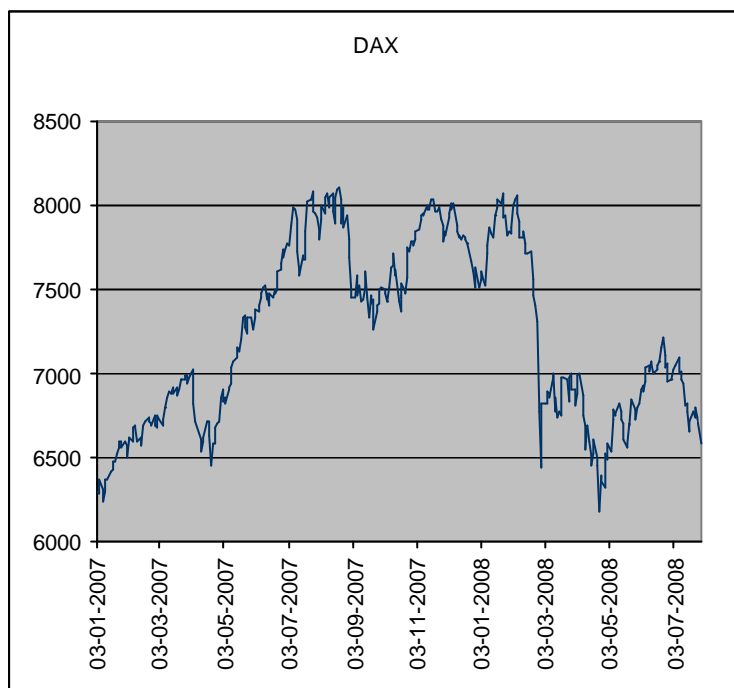
Figur 4.3.



Kilde: Bloomberg

Det Tyske DAX indeks har i lighed med de amerikanske indeks oplevet et markant fald siden sommeren 2007. Dog faldt indekset til at starte med slet ikke i samme omfang, hverken i nominelle, eller procentuelle termer er faldet nær så stort. En af årsagerne til dette, er formentlig, at krisen i første omgang ansås for værende en lokal Amerikansk krise. Således blev det først i starten af 2008, at de markante fald slog rigtig igennem i det Tyske ledende indeks. Indekset er faldet fra et niveau på omkring 8.000 til nu 6.400, altså et fald på ca. 20 %. Det ser således ud til, at indekset indhentede de tab, de amerikanske indeks havde haft de sidste par måneder, på blot et par enkelte dage i januar måned.

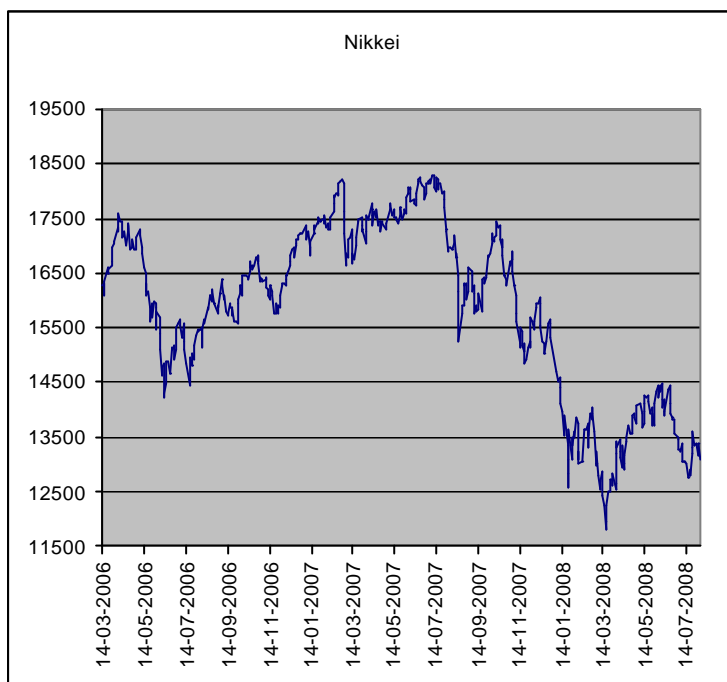
Figur 4.4.



Kilde: Bloomberg

Hvis man ser på de asiatiske markeder, her illustreret ved det japanske Nikkei Indeks også faldet kraftigt. Før krisen handlede indekset omkring 18.000 til nu at handle omkring 13.300. dvs. et fald på ca. 26 %. Dette kan virke lidt uretfærdigt, set i den sammenhæng at de japanske banker har haft en lagt mere konservativ udlånspolitik end de fleste europæiske og amerikanske. En af årsagerne er formentlig, at de Japanske virksomheders fremtidige indtjening vil blive negativt påvirket af den appreciering, der er sket i JPY. Japans konkurrenceevne vil blive påvirket negativt af udviklingen i JPY, da det fremover vil være dyrere at købe JPY målt i fx EUR eller USD.

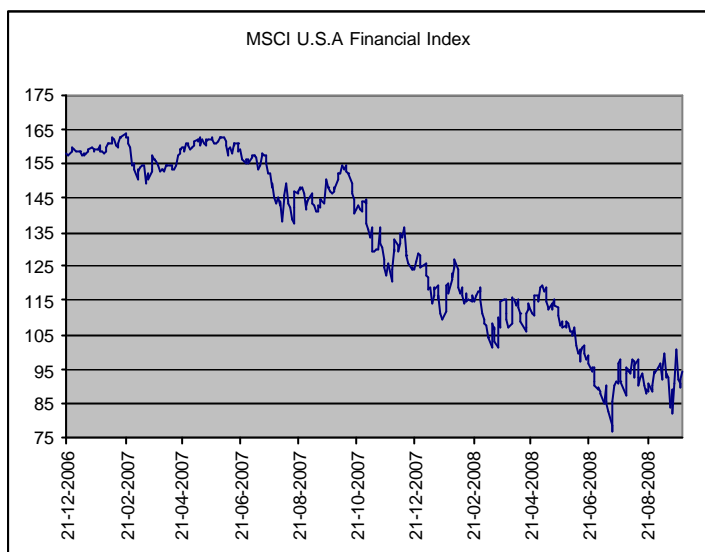
Figur 4.5



Kilde: Bloomberg

Som forventet er det især bankaktierne, der har klaret sig dårligt i denne situation. Det findes der to forklaringer på. Dels er det i den finansielle sektor, at alle problemerne udfolder sig. Det er således i bankerne at de dårlige lån stadig ligger, hvilket betyder funding problemer i det så ellers livsvigtige interbank marked. Yderligere vil en evt. kommende nedgang i økonomien ramme specielt de finansielle virksomheder hårdest. Dels vil der opstå større tab på udlån og dels vil noget af sikkerheden i form af pant i fast ejendom mv. miste værdi. Som det ses af figur 4.6 Er Morgan Stanleys indeks for de Amerikanske banker faldet fra et niveau på omkring 165 før krisens start, til under 95 nu. Det er dermed et fald på hele 57 %, hvilket er betydeligt mere end aktiemarkedet generelt.

Figur 4.6

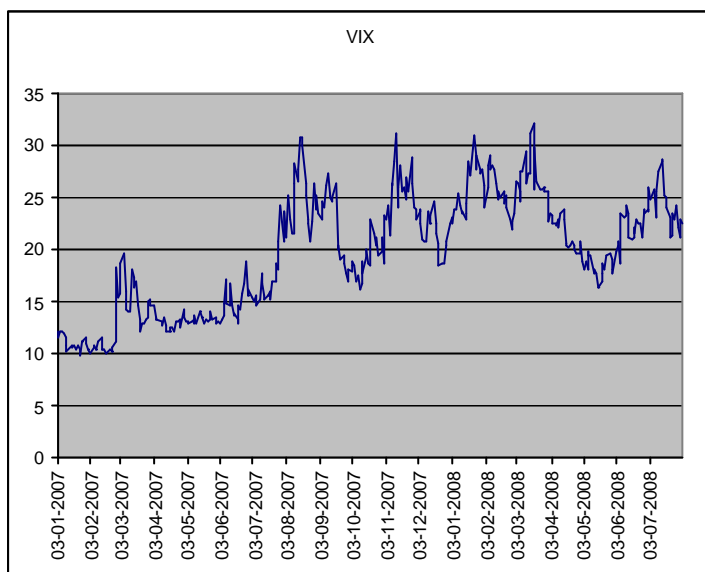


Kilde: Bloomberg

De kraftige fald har udover den lavere værdi af virksomhederne også medført en forøget usikkerhed på aktiemarkedet. Dette kan bl.a. måles ved det såkaldte VIX indeks. VIX indekset er et markedsledende volatilitetsindeks, konstrueret ud fra forskellige 30 dages optioner på aktieindekset S&P500. VIX indekset giver altså et godt billede af, hvordan volatiliteten på aktiemarkedet forventes at være den næste måned.

Som det ses af figur 4.7, har indekset siden krisen udviklet sig i en mere volatil retning. Indekset handlede før krisen et sted mellem 10 og 15, mens det efter krisens start har svinget omkring 25.

Figur 4.7



Kilde: Bloomberg

Generelt handler alle disse aktiemarkeder på nuværende tidspunkt på væsentligt lavere niveauer, end da krisen startede. Dette er til dels forventeligt, men også et tegn på at økonomien måske ikke lige er på vej til at vende som det første. Der har siden 2007 været en klar negativ tendens på alle de større aktiemarkeder drevet af frygten for den finansielle stabilitet. Der har dog været lyspunkter, såsom marts måned 2008 hvor det blev annonceret, at Bear Sterns blev overtaget af JP Morgan (og dermed undgik en konkurs). Der har været længere mellem de gode historier end de dårlige, hvilket tydeligt kan aflæses af de absolutte niveauer for aktiemarkederne.

Aktiemarkedet har historisk været forud for begivenhederne, og er således begyndt at stige før økonomien er kommet i bedring. Set i dette lys tegner aktiemarkederne et relativt dystert billede af økonomien.

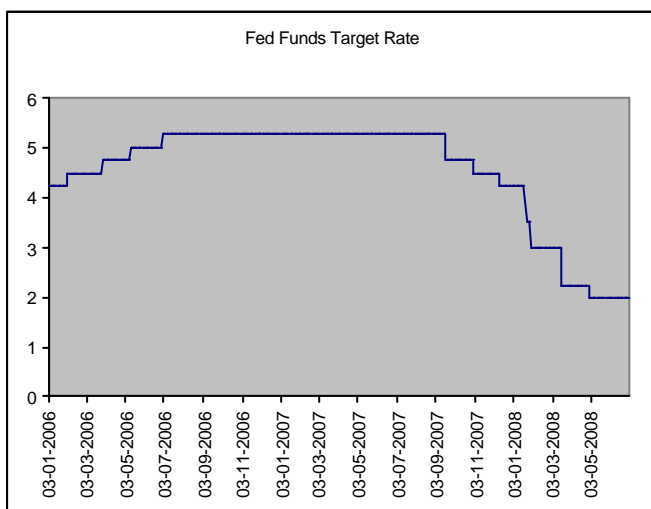
Rentemarkedet

Rentemarkedet er som de andre markeder også blevet påvirket drastisk af krisen. Dog er rentemarkedet et relativt bredt begreb. Der er således både renter for de forskellige lande, forskellige løbetider og endelig forskellige typer af renter. Afsnittet vil kun beskrive de europæiske og amerikanske renter, men både tage stilling til swap- og statsrenter. Rentemarkedet er på mange måder et mere nuanceret marked at se krisens effekter på. Man får således et bedre billede af hvordan markedet priser forventninger til den fremtidige udvikling i krisen ind. Dette afsnit vil derfor blive uddybet mere end de øvrige afsnit om markedsreaktionerne.

Pengepolitiske renter

Den helt korte amerikanske rente (Fed funds Target Rate) har oplevet den mest åbenlyse konsekvens - et kraftigt fald. Dette hænger naturligvis sammen med, at den er direkte styret af FOMC og derfor ikke er overladt til tilfældigheder eller markedsdeltagere. En naturlig konsekvens af en kredit (og finansiel) krise som denne er at give markedet likviditet i form af en lempelig pengepolitik. Således er den ledende amerikanske styringsrente sat ned fra sit niveau før krisen på 5,25 % til nu kun 2 %. Som det ses af figur 5.1, skete rentenedsættelserne i et meget hektisk tempo. Dette skal ses i lyset af de store fald i aktiemarkedet i denne periode (specielt i januar, hvor renten blev sat ned med 75bp på blot et par dage).

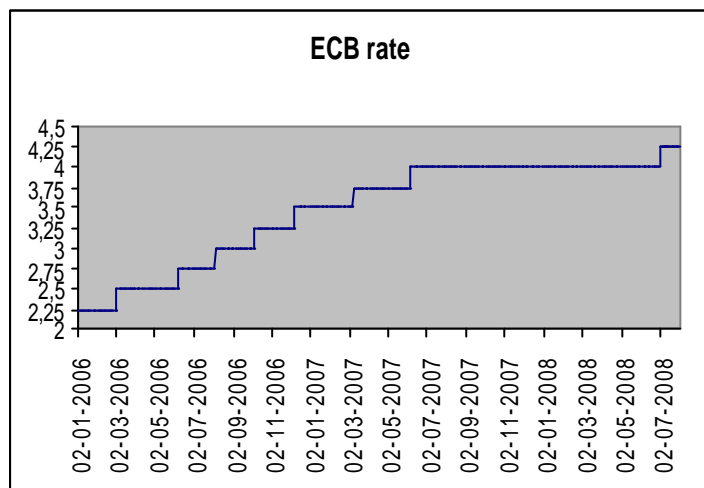
Figur 5.1



Kilde: Bloomberg

Mindre logisk opførte den europæiske styringsrente sig. Dette skal ses i lyset af ECB's mandat i forhold til FED's. ECB har kun 1 mandat at forankre inflationsudviklingen. Trods markedet i flere omgange har tvivlet på, at ECB ville holde sig til dette mandat alene, har det indtil videre vist sig at være tilfældet. Dette ses specielt ved deres seneste renteforhøjelse i juli måned.

Figur 5.2



Kilde: Bloomberg

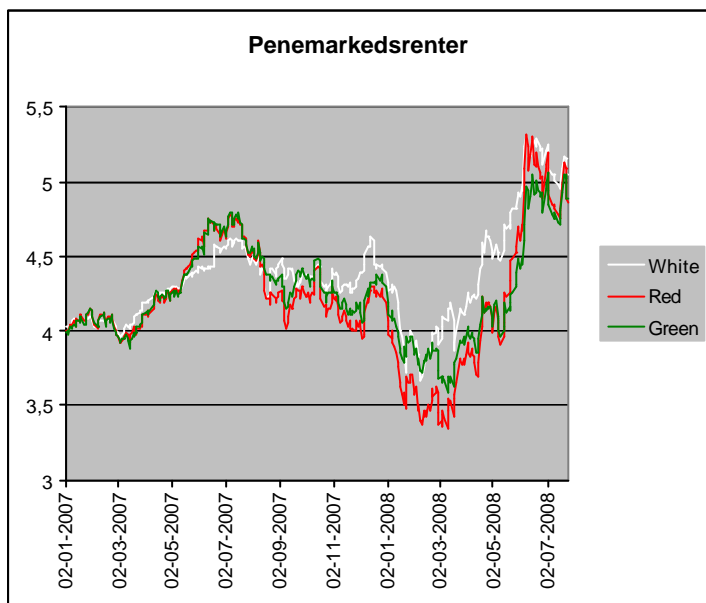
Den pengepolitiske rente har dog kun praktisk betydning for bankerne, da det er her, de kan placere og/eller låne penge på helt kort sigt. Denne rente er således en meget kort rente, forbeholdt nogle ganske få. Dog er den alligevel ganske vigtig, da bankerne vil sætte deres indlåns/udlåns rente op og ned i takt med denne styringsrente. Endvidere er store dele af de øvrige markeder drevet af forventningerne til netop denne rente. Man kan med andre ord sige, at forventningen til netop denne rente, i stor udstrækning viser sig i resten af rentekurven.

Korte pengemarked - forventning til fremtidig rentefixing.

Pengemarkedsrenterne er de renter der "fixes" dagligt i bankerne imellem. Et panel af banker indleverer således deres bidrag til, hvor de mener, at renterne fra 1 dag op til 1 år er. En gennemsnitsberegning af disse danner efterfølgende de officielle fixinger. Forventningen til de fremtidige renter kan handles enten via FRA'er (Forward Rate Agreements) eller Futures.

Her er pengemarkedet udledt af Euribor futures, hvilket er 3-måneders fixinger ud af bestemte fremtidige datoer, nemlig de såkaldte IMM⁹² datoer. For at give et overblik har jeg her samlet renten på kontrakterne i gennemsnit af 4. Dvs. de såkaldte hvide kontrakter er de første 4 kontrakter (hvilket svarer til ca. 1 år frem i tiden), de røde (de næste fire) og de grønne (de næste fire igen). De hvide kontrakter angiver dermed, hvordan fixingerne i gennemsnit forventes at være det næste år, mens de røde angiver hvordan fixingerne i gennemsnit forventes at være om 1 år, 1 år frem osv.

Figur 6.1



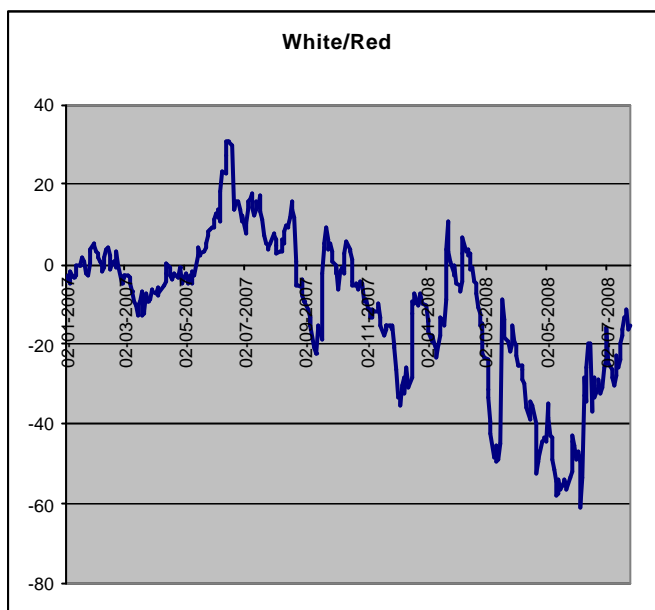
Kilde: Bloomberg, samt egne beregninger

Hvis man ser på udviklingen på kontrakterne, ses det, at især de hvide kontrakter initialt skød i vejret, formentlig grundet en højere spot-fixing, efter den første finansielle uro. Dog ser det ud til, at forventningen til fremtidige nedsættelser i den ledende rente vandt indpas, og renterne faldt pænt frem til starten af 2008. Efter at havde haft lidt stilstand omkring dette niveau, steg renterne igen kraftigt, nu til niveauer langt højere end før krisen. Dette skyldes formentlig, at ECB ikke så ud til at ville sætte renten ned, mens spot-fixingerne blot blev ved med at stige. Selve niveauet er således blevet påvirket af usikkerheden i interbankmarkedet, snarere end en egentlig forventning til en forøget rente i fremtiden. Der er med andre ord sket en udvidelse af spændet mellem den pengepolitiske rente og den 3 måneders rente, der handles i markedet.

⁹² IMM (International Money Market) datoerne er defineret som den 3. onsdag i månederne marts, juni, september og december.

I stedet for at se på disse renter som enkelte "buckets" af fire, giver det måske mere mening at se dem som spreads til hinanden. Dette giver dermed et billede af, hvordan hældningen på pengemarkeskurven er. Denne hældning påvirkes primært af 2 ting. Dels den fremtidige forventning til pengepolitikken, og dels forventningen til bevægelsen i den basis der er mellem den officielle pengepolitiske rente og den fixing, der bliver fastsat i Euribor fixingen. Den sidste del vil blive belyst under creditspreads, hvorimod emnet for dette afsnit er den pengepolitiske del. Hvis man ser på de hvide mod de røde, dvs. de første fire kontrakter mod de næste fire, får man et indblik i markedets indprisning af ECB's rentepolitik i det indeværende år, i forhold til næste år. Således vil en udlæsning af 25 fx betyde, at der er indpriset 1 fuldt hike på 25bp ind til næste år i forhold til i år. Som det kan ses af figur 6.2 startede 2008 med et en forventning til en stort set uændret pengepolitik (mens man før krisen faktisk forventede rentestigninger det efterfølgende år). Hen mod maj måned begyndte markedet igen at prise mulighed for, at renten ville blive sat op en enkelt gang det efterfølgende år. Denne tilstand varede dog ikke længe, og markedet vendte nu 180 grader, og indprisede efterfølgende helt op imod 3 rentenedsættelser af 25 bp. ind. Dette er kommet i takt med, at endnu dårligere tal for den europæiske økonomi er kommet til markedets kendskab. Dette er naturligvis en direkte konsekvens af de problemer der blev startet med subprime krisen. Markedet blev dog noget overrasket i juni måned, da ECB indikerede, at de ville hæve den ledende rente til 4,25 % ved deres næste møde i juli måned. Således blev markedets forventninger til rentenedsættelser manet noget i jorden, og markedet indpriser nu kun ca. 1 enkelt rentenedsættelse til næste år. Når man ser på det absolutte niveau i renterne, er det tydeligt, at markedet priser endnu højere grad af usikkerhed ind omkring de fremtidige rentefixinger, som således forventes at ligge omkring 5 % for 3 måneders pengemarkedslån i noget tid endnu.

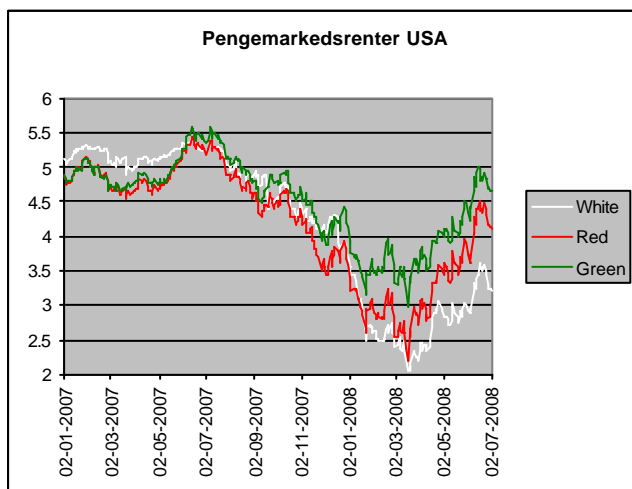
Figur 6.2



Kilde: Bloomberg, samt egne beregninger

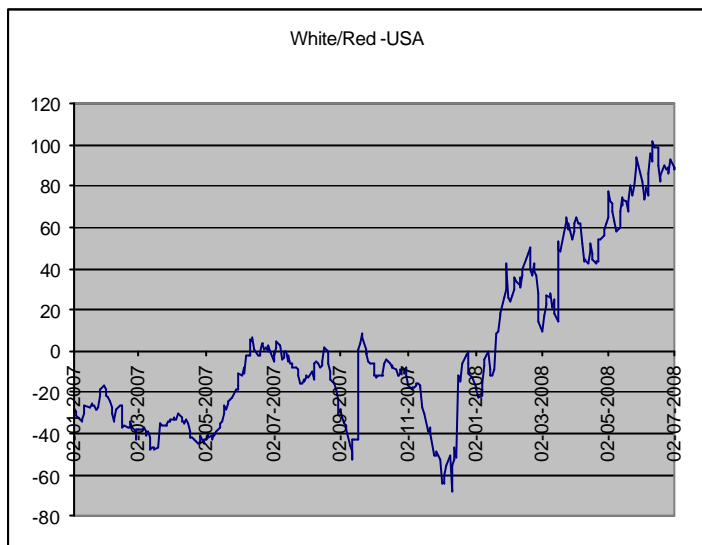
De amerikanske pengemarkedsrenter har i lighed med de europæiske været faldene siden starten af krisen. I foråret 2008 begyndte de dog også at sige tilbage igen, selvom de i modsætning til de europæiske ikke handler over niveauet fra før krisen. Som det fremgår, er det specielt de første fire kontrakter, der har oplevet et fald. Disse kontrakter handler således stadig langt under den rente de handlede til før krisens start, mens de røde og de grønne handler til noget højere rente. Dette bliver især tydeligt, hvis man ser renterne som et spread til hinanden, som illustreret i figur 6.4.

Figur 6.3



Kilde: Bloomberg, samt egne beregninger

Figur 6.4



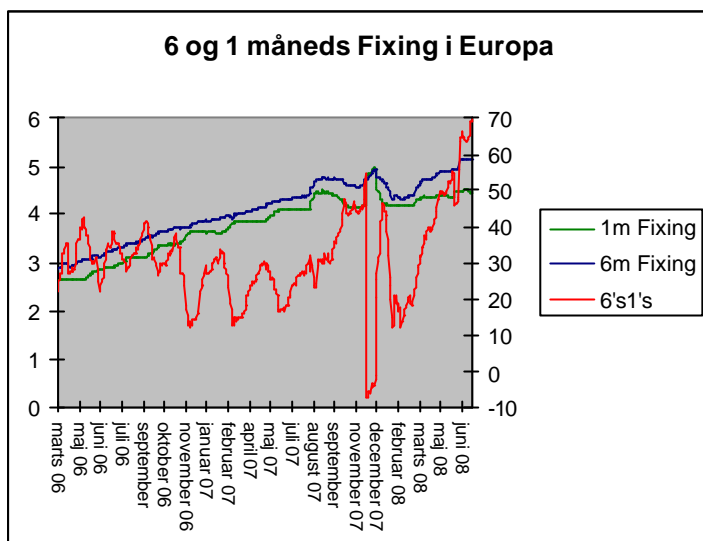
Kilde: Bloomberg, samt egne beregninger

Som man kan se, er de røde kontrakter handlet noget over de hvide, hvilket indikerer en forventning om en kraftigt stigende rente i det efterfølgende år. Dette hænger blandt andet sammen med, at man i de første fire kontrakter har indpriset at renten skal sættes ned, men at den efterfølgende skal sættes op, når økonomien er kommet på fode igen. Pengemarkedet forventer med andre ord, at krisen er relativt hurtigt overstået, og renterne hurtigt vil blive sat op igen.

Rentefixinger

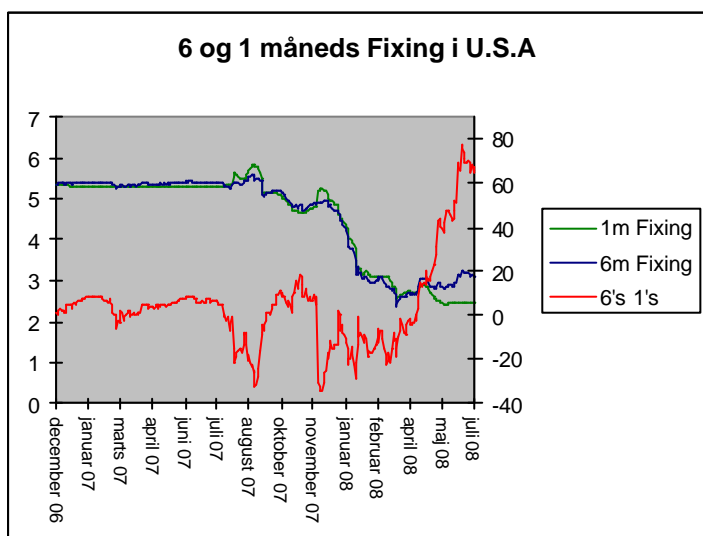
En anden og måske endnu mere tydelig indikator for renterne er de forskellige fixing-tenors. Ovenstående koncentrerede sig kun om 3mdr's renterne, da de er de eneste, der kan handles via futures markedet. Dog bliver der også hver dag fastsat fixinger (og handlet) andre rente tenors, herunder 1mdr, 6mdr og 12mdr. Det bliver handlet på det såkaldte OTC FRA marked. At markedet er OTC, har den negative konsekvens, at det ikke er muligt på samme måde at samle datamateriale ind omkring markedets udvikling. Man kan derimod se på, hvordan de faktiske fixinger har udviklet sig i forhold til hinanden. Som det kan ses, er det spread, der har været mellem 1mdr., og de andre fixinger, kørt voldsomt ud siden krisen. Dette skyldes det forhold, at bankerne er blevet mindre villige til at udlåne penge på længere sigt. Således forlanger bankerne nu en relativt højere pris for at låne sine penge ud på fx 6mdrs. sigt, end på 1 mdr., eller 1 dag for den sags skyld.

Figur 7.1



Kilde: Bloomberg

Figur 7.2



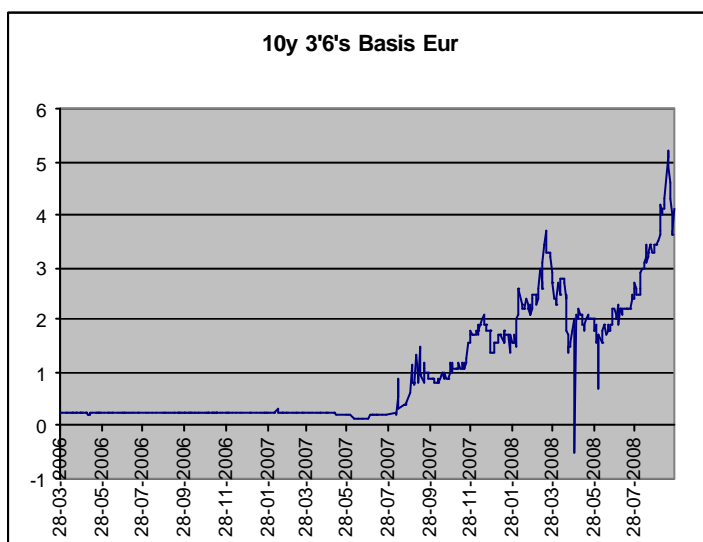
Kilde: Bloomberg (samt egne beregninger)

Som det ses af både figur 7.1 og 7.2 er forskellen mellem hvor 1 måneders renten fixede og 6 måneders renten fixede, kørt meget ud. Den har dog tilsyneladende været noget højere og mere volatil i Europa gennem et længere stykke tid. Der er dog stadig sket et stort skift i niveauet efter krisens start, hvor fixingforskellen nu er kørt ud til ca. 70bp. Samme udvikling er set i USA, dog er udviklingen her endnu mere udtalt.

Fixinger i fremtiden

Selvom det er sværere at se, hvordan de fremtidige fixinger forventes at være (da der kun er EURIBOR markedet og et OTC FRA markedet), handler fixingforskellene dog konsekvent ud til længere løbetider. Man kan således handle renteswaps, hvor man i stedet for at have en fast fixing i bytte for fx 6 måneders EURIBOR eller 3 måneders EURIBOR, nu har en swap, hvor man bytter 3-måneders EURIBOR mod 6 måneders EURIBOR – et spread. Dette er dermed en basisswap, hvor den rentebasis der bliver handlet, udtrykker forventningen til forskellen mellem fixingerne. Som det kan ses er dels niveauet for fixing forskellen steget, hvilket ikke er den store overraskelse, men også hvis man ser på fx. 5 el. 10 års sigt, kan man se, at fixingforskellen er steget. Som eksempel har jeg her valgt at beregne den implicitte 10 års EUR 3-6 rentebasis siden starten af 2007.

Figur 7.3



Kilde: Bloomberg (samt egne beregninger)

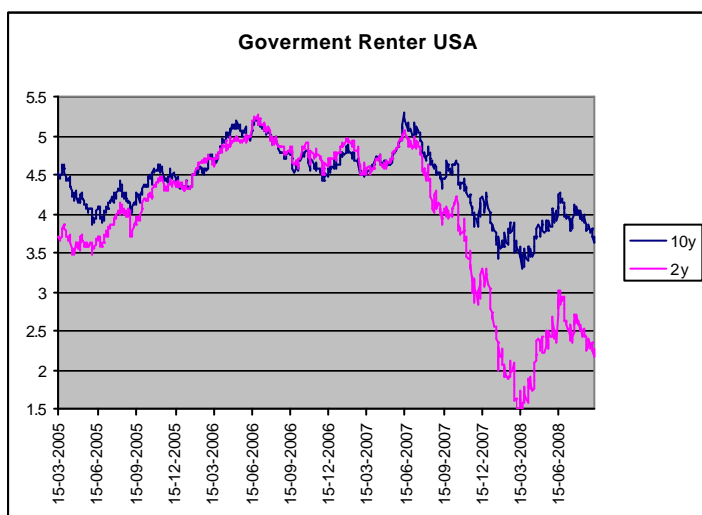
Som det kan ses, er den ”kun” på ca. 4bp. i øjeblikket. Ser man dog på udviklingen, kan det tydeligt ses, at den i en lang periode har været fuldstændig stabil på mellem 0,2 og 0,25. Altså med andre ord en basis man anså for værende 100 % stabil. Dette ændrede sig dog hurtigt i juli 2007, da krisen for alvor brød ud. Yderligere er stigningen fra 0,2 til nu ca. 4bp en procentuel stigning på hele 1.900 %. Dette er med andre ord et af de rentemarkeder, der har oplevet den mest markante forandring siden krisen for alvor tog fat.

Statsrentekurven

Som følge af den aggressive pengepolitik har 2 års renten i USA oplevet et fald fra ca. 5 % til kun 1.5 % i marts måned 2008, hvorefter den vendte til knap 2.5 %. Grunden til rentestigningen efter marts måned, skyldes formentlig at markedet indså, at den kraftige reaktion i pengepolitikken måtte ses som en midlertidig løsning for at redde den nuværende økonomiske situation.

10 års renten er også faldet, dog i et mere beskedent omfang, fra ligeledes 5 % til ca. 3,75 %. Dette skyldes formentlig, at de er påvirket af andre faktorer end den helt korte pengepolitik, nemlig inflation mv. Således er rentekurven stejlet ca. 100bp i kølvandet på denne krise⁹³.

Kilde 8.1

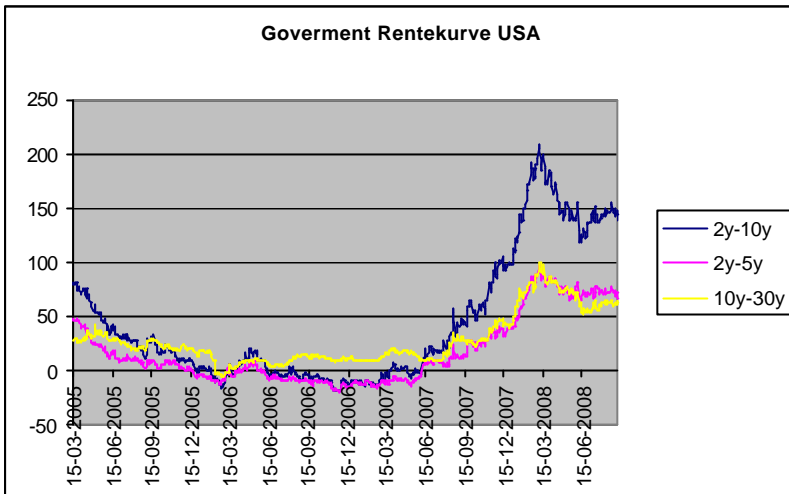


Kilde: Bloomberg

Hvis man ser på den øvrige del af rentekurven, ses det, at det primært er 2y-10y spreadet, der har rykket sig. Længere ude på kurven er stort set samme mønster gentaget, dog i mindre udstrækning.

⁹³ Hældningen var i marts måned helt oppe på 200bp.

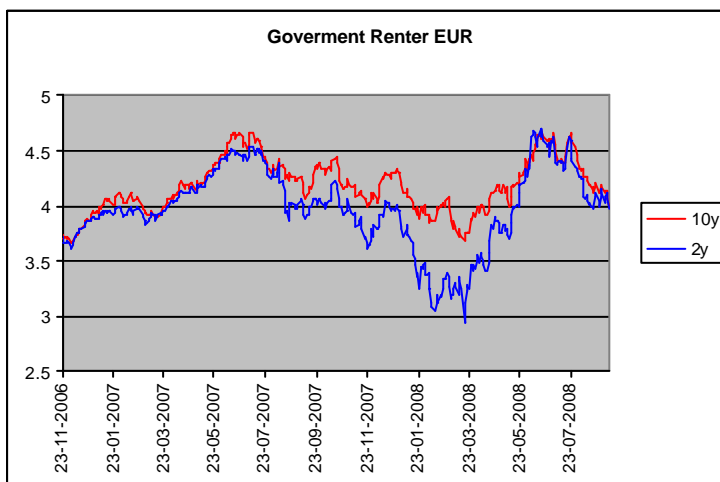
Kilde 8.2



Kilde: Bloomberg

Udviklingen i den europæiske rentestruktur har i lighed med forskellene i pengepolitikken, heller ikke oplevet samme stejning af kurven. Således var 2y-10y spreadet mellem 0 og 20bp før krisens start, hvilket den også er nu. Dog har udviklingen i rentekurven ikke været statisk i den mellemliggende periode. Som det ses, faldt 2 års renten løbende efter krisens start, hvilket førte til en stejning af rentekurven. Dette var formentlig i forventning om, at ECB i lighed med, at den amerikanske centralbank (FED) ville forsyne markedet med en lempende pengepolitik. Da dette ikke viste sig at være tilfældet, steg 2 års renten tilbage igen, hvilket fik fladet kurven tilbage til udgangspunktet.

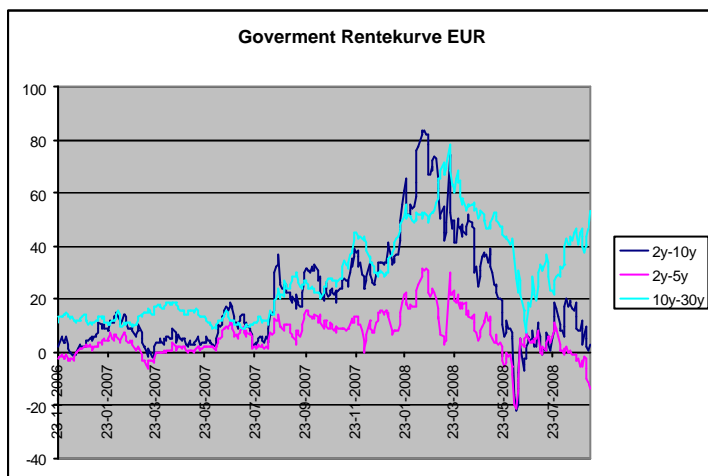
Figur 8.3



Kilde: Bloomberg

Rentestrukturen har udviklet ganske kraftigt siden krisen. Det meste af kurven lå relativt flad op til krisen, hvorefter den stejlede kraftigt op i takt med faldet i 2 års renten. Efter Juni mødet i ECB fladede den dog i en nærmest panikagtig stemning, hvor bl.a. 2y-10y spændet handlede ned i -20, med baggrund i en meget kraftig reaktion på 2 års renten. Markedet er siden kommet lidt tilbage og handles nu med en hældning på 0.

Figur 8.4



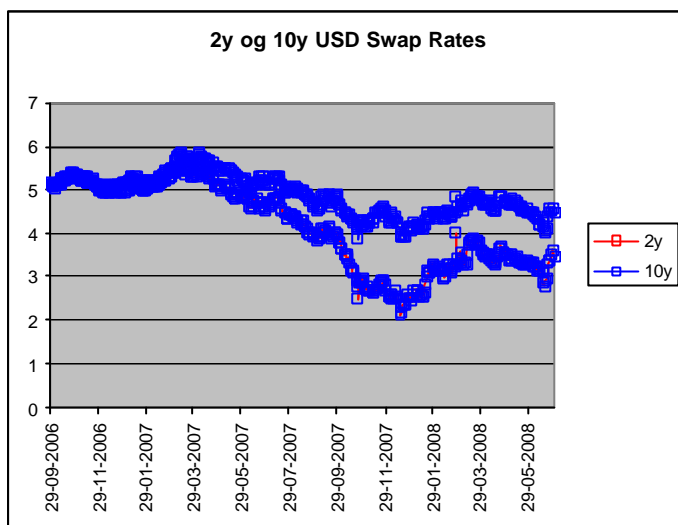
Kilde: Bloomberg

Swaprenter

Swaprenter bliver i højere og højere grad benchmark renter for økonomien. Dette skyldes formentlig flere ting, men en af de helt store fordele er sammenligningen over tid. Således er der en ”ny” 10 års swap for hver dag, hvilket bevirker, at den 10-årige swaprente altid er præcis 10 år. En swaprente er blot den rente, som markedsdeltagerne er villige til at betale (og modtage) mod at betale eller modtage pengemarkedsfixingen fx hvert halve år i samme periode. Således kan swaprenten i princippet ses som en slags gennemsnit af de X-IBOR fixinger⁹⁴, der forventes i den givende periode. Dermed er swaprenter udsat for et kreditelement, der svarer til den kreditrisiko, der er mellem bankerne (og som gerne skulle være udtrykt i X-IBOR fixingerne).

⁹⁴ X-IBOR fixing er et generelt udtryk for interbank-fixinger. ”IBOR” relaterer sig således til ”Interbank Offered Rate”, mens ”X”-et indikerer at der kan være tale om rener i såvel London, Euro-området eller en helt 3. sted.

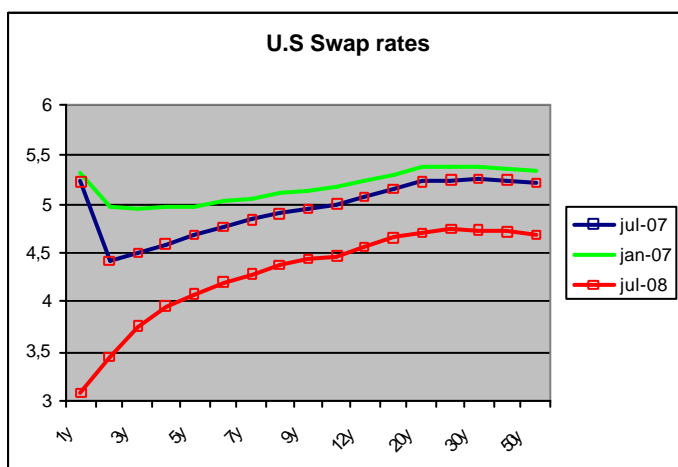
Figur 9.1



Kilde: Bloomberg

Som det kan ses af figur 9.1, er 2års swaprenterne generelt faldet i USA efter subprime krisens start. Dette skyldes den aggressive måde hvorpå FED har sat renten ned. 10 års renten har dog været relativt stabil i hele perioden. swaprentekurven startede således med at stejle, mens den efterfølgende er faldet lidt tilbage, eftersom kreditproblemerne har forøget fixingerne. Som det fremgår af figur 9.2 var rentekurven i starten af 2006 svagt stigende, med en 2 års rente på omkring 3 %, en 10 års rente på omkring 3,5 % og en 30 års rente på omkring 3,75 %. Umiddelbart før krisen for alvor brød ud, nemlig i februar 2007 var kurven fladet yderligere, hvorefter krisen udløser en markant stejning.

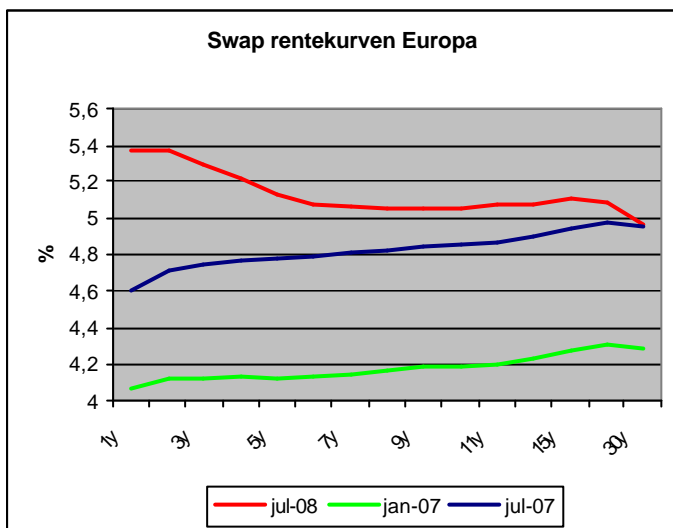
Figur 9.2



Kilde: Bloomberg

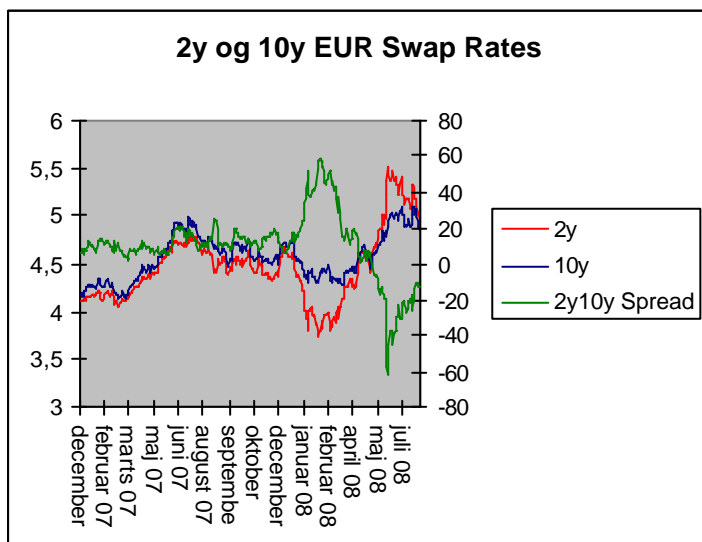
Den europæiske swap rentestruktur er vist ved følgende figurer 9.3 og 9.4, som det er tilfældet med de amerikanske renter, vil jeg også her vise hvordan rentekurven så ud på forskellige datoer, samt hvordan 2-års renten har udviklet sig mod 10-års renten.

Figur 9.3



Kilde: Bloomberg

Figur 9.4



Kilde: Bloomberg

Renteniveauet i de europæiske swaprenter er markant højere end før krisens start, specielt i den korte ende. I modsætning til statskurven, er den europæiske 2y-10y swaprentestruktur faktisk

inverteret relativt voldsomt, fra et niveau på omkring +10bp før krisen, til nu ca. -20. Grunden til denne invertering (specielt set i forhold til statsrentekurven) skal ses i lyset af kreditspreadsene er kørt ud, specielt i den korte ende. Således er 2 års swaprenterne markant højere som følge af de høje fixinger, end fx de 10-årige er. Dette skyldes 2 ting, dels så betyder den første fixing relativt mere på en kort swap (2 år) end en lang (10 år) og dels forventer markedet, at fixingerne over tid vil vende tilbage til mere "normale" niveauer.

Rentestrukturen i Europa vs. USA har udviklet sig meget forskelligt. Dette skal ses i lyset af de to forskellige måder at drive pengepolitik på. I USA vil man forsvare økonomien med rentenedsættelser, hvilket ses med en kraftigt faldende 2-års rente, samt lavere renter på hele kurven. Dette er ikke tilfældet i Europa, hvor centralbanken ikke har vist sig villig til at sætte renten ned. Dette har medført, at rentekurven ikke er stejlet, samt at renteniveauet generelt er højere.

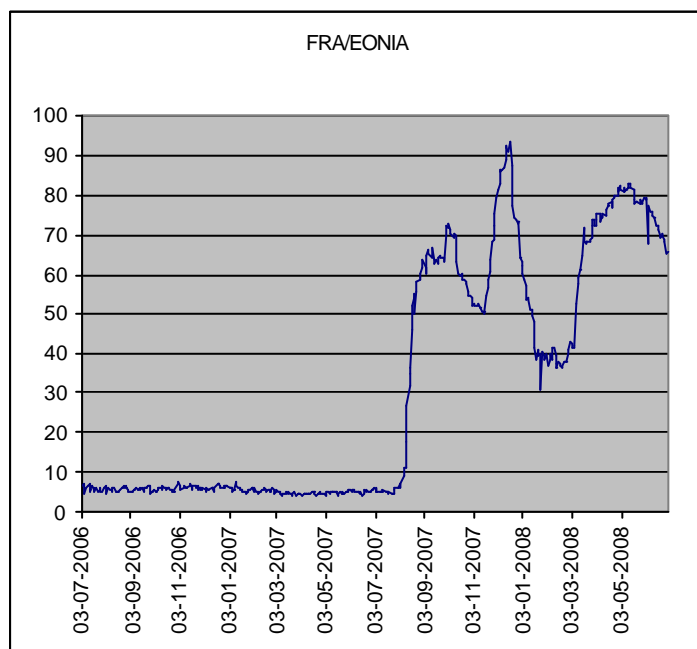
Kreditmarkedet

Risikopræmier var i længere periode kørt ind, som det er blevet diskuteret i tidligere afsnit. Dette er godt hjulpet på vej af en centralbank, der har givet rigelig med likviditet. Andre faktorer har dog også spillet ind, herunder blandt andet private-equity fonde og pensionskasser, der havde flere placerings behov end førhen i historien. Bankernes risikoafdelinger havde derfor svært ved at se præcis, hvad der skulle kunne føre til, at risikoen i markedet pludselig skulle stige.

Den lave rente bliver dog ikke ved. Den øgede velstand, samt eufori skabt af den historisk lave rente, fører til pres på inflationen. FED vælger gradvist at sætte renten i vejret, i forsvar mod den truende inflation. Det der leder til det relativt store fald på boligmarkedet, er dermed i første omgang den unormale prisstigning, der er et resultat af blandt andet en meget lempelig pengepolitik, nye lånetyper, samt en stærk tro på at boligmarkedet ville fortsætte sit unaturlige tempo. Dette fører til en hård landing, primært skabt på grund af en hvis grad af overfinansiering.

FRA/EONIA⁹⁵ spread – måske den bedste indikator for hvor meget det europæiske marked reagerede på krisen – hvor stort et likviditetsproblem, det i virkeligheden er. Spreadet, som jeg har beregnet ved at måle antallet af basispunkter 3 mdr. Euribor renten var over 3 mdr. Eonia renten, viser hvad bankerne er villig til at låne til hinanden usikret. Således indikerer 3m Eonia renten, hvad markedet forventer, den gennemsnitlige overnight rente i perioden vil være. Denne rente vil ikke bevæge sig ret langt væk fra den officielle rente, der fastsættes af ECB (men kan på enkelte dage godt påvirkes af likviditeten). 3M Euribor renten beregnes som et gennemsnit af hvordan de enkelte banker i Euroområdet rapporterer, at de kan låne 3m cash af andre banker. Således vil spreadet mellem disse to renter vise, i hvor høj grad markedet stoler på hinanden. I en verden uden risiko ville dette tal være 0. Grunden til at tallet er højere end nul, er altså den risikopræmie, bankerne kræver for at låne til hinanden. Som det ses af figuren, sprang dette spread nærmest i luften omkring juli 2007. Indtil da havde spreadet ligget meget stabilt omkring 5-10 bp. I slutningen af juli lå dette spread pludselig på over 60bp. –En risiko, man før hen ikke havde skænket en tanke, var nu et reelt problem for markedsdeltagerne, der nu oplevede, at deres hedge, i de instrumenter de normalt handlede, ikke længere var sufficent.

Figur 10.1



Kilde: Bloomberg

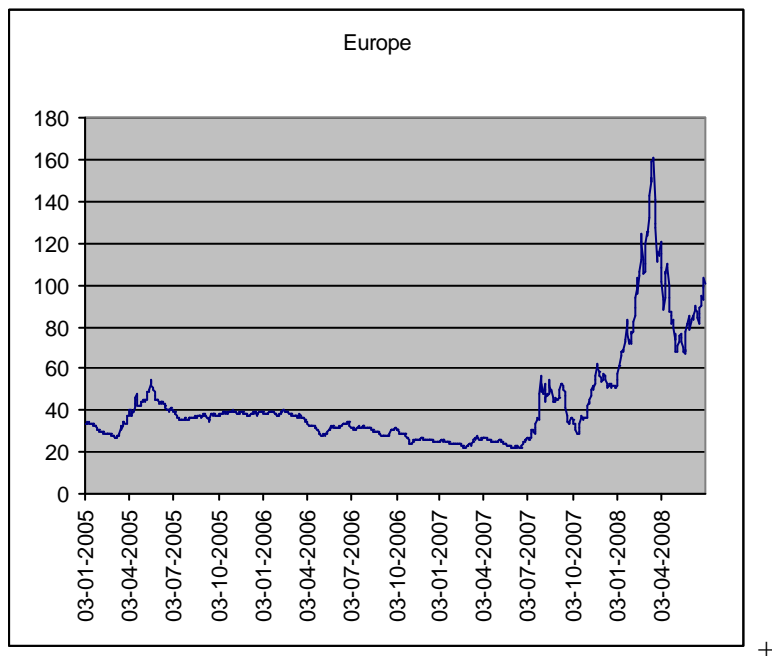
⁹⁵ FRA = Forward Rate Agreement (fremtidig renteaftale). EONIA = European Overnight Index Average (gennemsnit af de renter der handles dag-til-dag i Euro-området).

CDS Markedet

CDS spreads (Credit Default Swaps), er en slags forsikringer på de forskellige virksomheders gæld. En CDS fungerer på den måde, at man som køber af kontrakten, har retten til at modtage et bestemt beløb, såfremt virksomheden, man har købt CDS'en på, kommer ud for en "default". En default er ganske præcist⁹⁶ defineret event, fx manglende tilbagebetaling på firmaet gæld, og udløser altså betaling fra CDS'en. Prisen på en CDS afspejler altså den sandsynlighed markedsdeltagerne mener der er for en default, det vil sige i praksis, at virksomheden går i betalingsstandsning. Jeg har her valgt at se på udviklingen i en række forskellige CDS indeks.

Figur 10.2 viser udviklingen i iTraxx Europe. iTraxx Europe er et bredt CDS indeks, der indeholder både finansielle og ikke-finansielle virksomheder. Indekset startede ud omkring 40bp i 2005, hvorefter det langsomt faldt til omkring 20, i den globale jagt på yield. Efter krisen er indekset i nærmest eksplosivt tempo steget til 160, hvorefter det er faldet en del tilbage igen, efter marts måned.

Figur 10.2

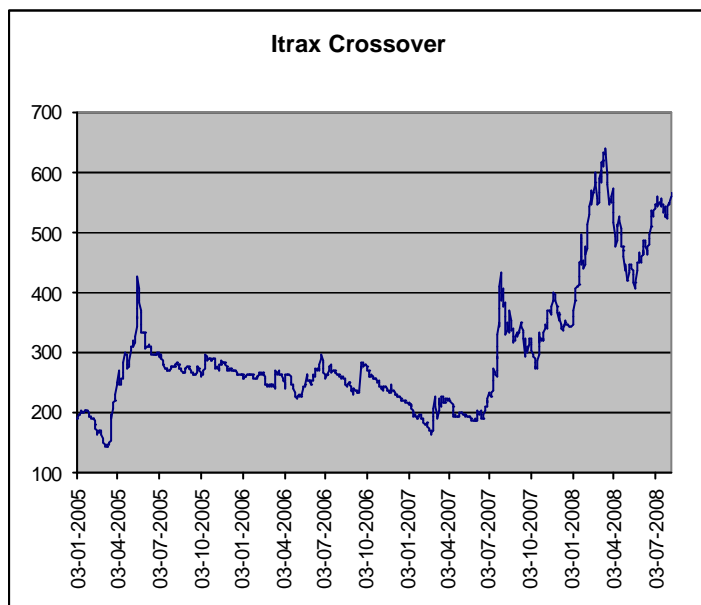


Kilde: Markit Group Limited

⁹⁶ Der er lavet en præcis ISDA definition på, hvordan man opfatter en kreditevent, hvilket der bliver refereret til i den juridiske dokumentation, der bliver udarbejdet ved handelstidspunktet.

iTraxx Crossover er i modsætning til iTraxx Europe en samling af 45-50 "high-yield" navne. Ratingen på disse virksomheder er derfor væsentligt lavere, hvilket gør, at indekset nominelt handler til en højere pris.

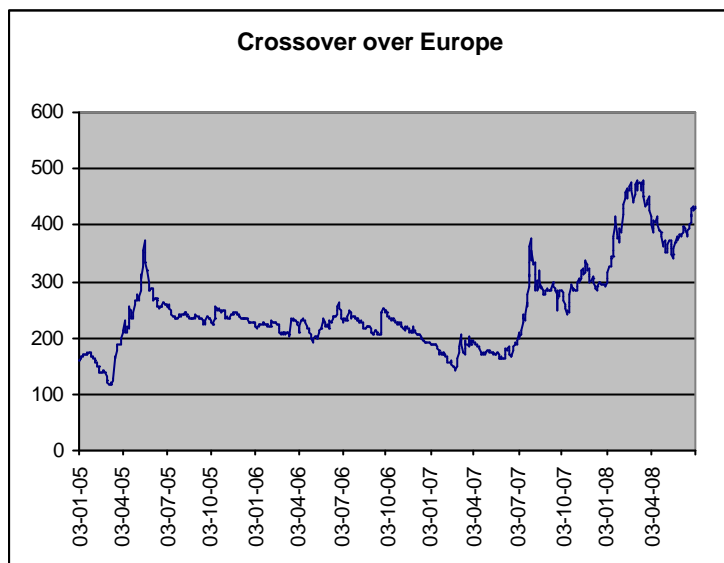
Figur 10.3



Kilde: Markit Group Limited

Som det ses, har udviklingen i dette indeks i lighed med iTraxx Europe, udvist eksplosiv adfærd overfor krisen. Et bedre udtryk for hvordan krisen har påvirket kreditmarkedet, kan man dog få, hvis man ser på, hvor meget mere Crossover er kørt ud, sammenholdt med fx iTraxx Europe. Figur 10.4 viser denne sammenhæng. Udviklingen med at creditspreads udvidede sig omkring juli 2007, samt igen i januar 2008, hvorefter marts måned gav et lille pusterum, viser sig igen her.

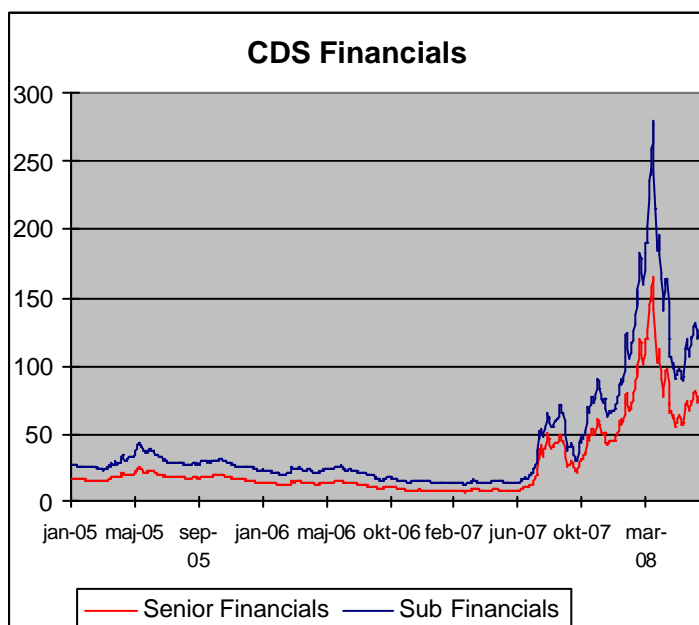
Figur 10.4



Kilde: Markit Group Limited

CDS spreads for finansielle virksomheder har i lighed med aktier på finansielle virksomheder klaret sig relativt dårligt. Som det ses af figur 11.1, har CDS indekset for finansielle virksomheder oplevet endnu større stigning end for de øvrige virksomheder. Dette indeks handlede helt ned til 11bp før krisen startede, mens det steg til 279 før det faldt tilbage igen i marts 2008.

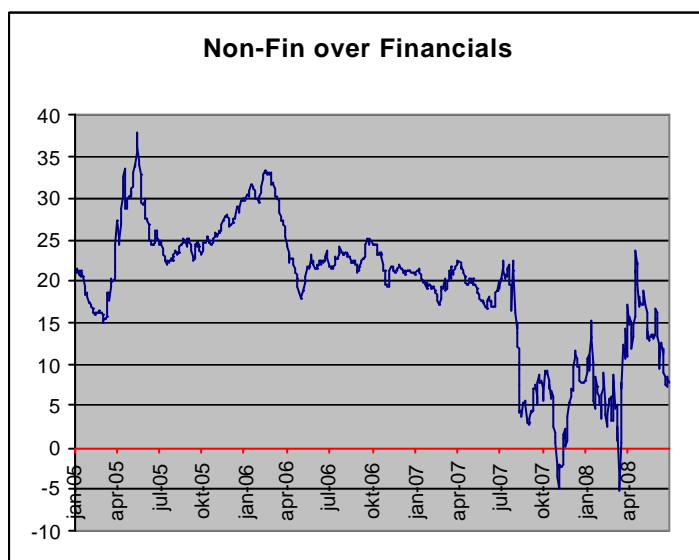
Figur 11.1



Kilde: Markit Group Limited

I figur 11.2 ses forskellen mellem Financials indekset og Non-Financials indekset (Non-Financials indekset er en del af iTraxx Europe indekset, der ikke indeholder finansielle virksomheder). Dette viser, hvordan markedet i høj grad har anset krisen som værende et problem i de finansielle virksomheder, og ikke i den generelle økonomi på samme måde. Som det ses, har Non-Financials i korte perioder faktisk handlet under niveauet for Financials, hvilket ikke er så sædvanligt. Der er dog sket et stemningsskift i den sidste del af perioden, hvor markedet omkring marts måned tilsyneladende er begyndt at købe beskyttelse på Non-Financials frem for Financials. Dette kan ses som et udtryk for, at markedet i højere grad tror på, at de finansielle virksomheder vil klare den, hvorfor kreditniveauet på disse relativt skal ned.

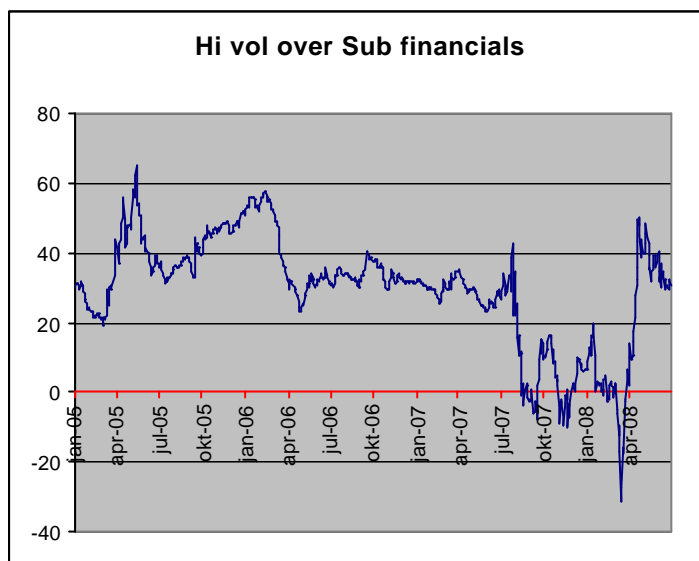
Figur 11.2



Kilde: Markit Group Limited

Nogenlunde samme udvikling er at finde i Hi-vol indekset (de 30 mest volatile aktier fra iTraxx Europe) set i forhold til Sub-Financials. Dette er dermed de to mindre kreditværdige indeks for henholdsvis den finansielle sektor og den ikke-finansielle sektor stillet overfor hinanden. Dog er den seneste udvikling, målt ved disse indeks, endnu mere udtalt.

Figur 11.3



Kilde: Markit Group Limited

Sammenfatning på markedsreaktionerne

Aktiemarkedet har generelt oplevet, hvad man kunne forvente af en krise af denne slags.

Aktiekurserne, specielt for de finansielle aktier, er faldet markant. Samtidig er det i første omgang de amerikanske aktier der er blevet påvirket, hvorefter de europæiske aktier spillede "catch-up" ca. et halvt år efter, da det blev klart, at der ikke var tale om et lokalt amerikansk problem. Samtidig med dette er volatiliteten på aktiemarkedet steget en del. Kreditmarkedet har tillige oplevet, hvad man kunne forvente, nemlig en kraftig forøgelse i kreditspændene. Specielt kreditspreads på finansielle virksomheder har klaret sig relativt dårligt.

Rentemarkedet er nok det marked, der har udviklet sig mindst, som man ville havde gættet på inden krisen. Den europæiske rentestruktur har således ikke oplevet en stejning af rentekurven, som ellers ville være oplagt i sådan en situation. Årsagen har været Den Europæiske Centralbank, som i modsætning til hvad man normalt ville kunne forvente, ikke har sat renten ned. Den amerikanske rentestruktur har i modsætning til den europæiske opført sig, som man kunne forvente, med en relativt kraftig stigning. Rentemarkedet har også indpriset krisen, med blandt andet forventning til øget forskel i de helt korte og de lidt længere pengemarkedsrenter. Alle de belyste markeder er med andre ord kraftigt ramt af krisen.

Nuværende finansielle situation i Europa

Den nuværende finansielle situation er naturligvis meget påvirket af hele det forløb der er blevet beskrevet i de foregående afsnit. Dette afsnit vil give et overblik over situationen i den europæiske økonomi som den er nu, samt forsøge at pin-pointe de forhold der kan tilsiges at være en direkte konsekvens af subprimekrisen. Afsnittet vil lægge vægt på tillidsindikatorer fra forskellige dele af økonomien. Da Europa som bekendt består af en lang række lande, ville det være ideelt at se på hvordan den økonomiske situation så ud i de enkelte lande. Dette vil dog kræve væsentlig mere plads end der er muligt i denne afhandling. Tillige vil det formegentlig ikke give et synderligt mere præcist billede af den nuværende situation. Afsnittet vil primært fokusere på den overordnede situation i Europa.

Den Europæiske Centralbanks (ECB) reaktion på krisen har som tidligere beskrevet, indtil nu været relativt afslappet. Centralbanken har været med i nogle koordinerede aktioner for at få mere likviditet ud til markedet, men har ikke som FED valgt aggressivt at sætte renten ned. ECB valgte ligefrem ved deres juni møde i 2008 at signalere en rentestigning i juli, hvilket de efterfølgende leverede. Dermed slog ECB sit mandat omkring at sikre moderate inflationsforventninger fast. Beslutningen blev taget med baggrund i at økonomien var ”sund”⁹⁷. Dette statement er dog på det seneste møde i august blevet trukket lidt tilbage, hvor ordlyden har rettet sig til ”*downside risks to growth have materialised*”⁹⁸. Hvis man ser på nøgletallene, må man da også give ECB ret, den overordnede europæiske økonomi, ser ud til at stå overfor relative store udfordringer. Dette afsnit vil i modsætning til de øvrige, ikke se så meget på, hvad markedet har indpriset, men i højere grad forholde sig til økonomiske nøgletal og tillidsindikatorer.

PMI

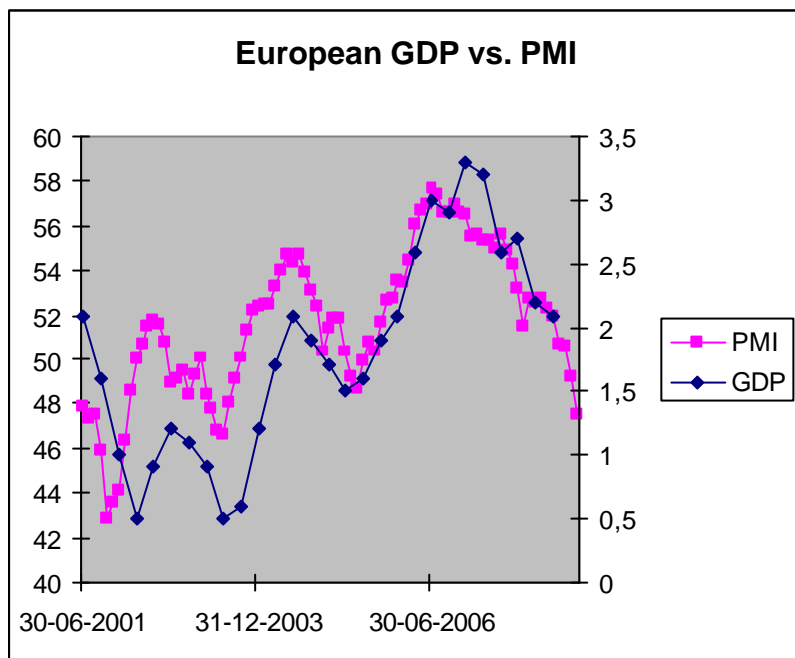
Det første tal der afslører situationen i Europa er PMI (Purchasing Manager Index). PMI angiver en række indkøbscheferes vurdering af økonomien, og indekseret således at et tal over 50 betyder en fremgang og et tal under 50 betyder tilbagegang. Tallet har historisk set været en relativt god

⁹⁷ ECB (juni 2008)

⁹⁸ ECB (august 2008)

indikator for økonomiens udvikling, hvilket ses af den tætte sammenhæng mellem væksten (udtrykt ved GDP) og PMI selv, i figur 12.1

Figur 12.1

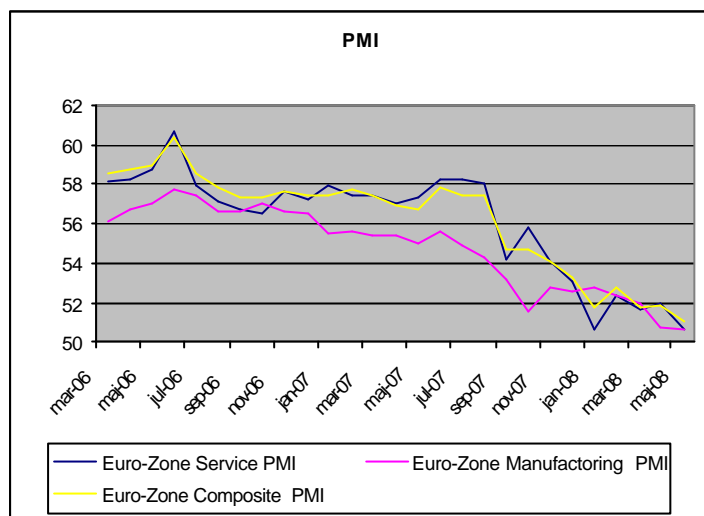


Kilde: Bloomberg

Figuren indikerer, er at der normalt er en god sammenhæng mellem udviklingen i PMI og det samlede bruttonationalprodukt. Med andre ord er nøgletallet en god indikator for udviklingen i den generelle økonomiske konjunktur.

I figur 12.2 har jeg valgt at vise udviklingen i PMI fordelt på henholdsvis service og fremstilling (samt en Composite). Som det ses, er PMI både for fremstillingssektoren og for servicesektoren faldet relativt markant i år, og ligger nu lige over det kritiske niveau på 50. Der er med andre ord ud fra dette nøgletal, en del pessimisme at spore blandt de europæiske indkøbschefer, om end det endnu ikke er kritisk.

Figur 12.2

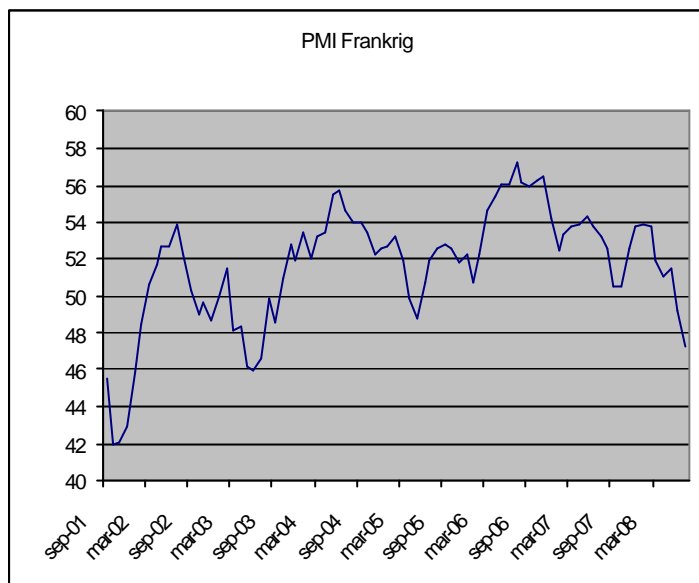


Kilde: Bloomberg

Som det ses, følger de relativt godt hinanden, om end fremstillingssektoren generelt ligger under servicesektoren. Endvidere virker fremstillingssektoren mere stabil i sin udvikling. Fælles er at de er faldet fra marts 2008, til et niveau der indikere neutral vækst. En yderligere nedbrydning af tallene vil måske kunne afsløre nogle flere detaljer. Dette er forsøgt ved at undersøge PMI for 4 af de største økonomier i europaområdet.

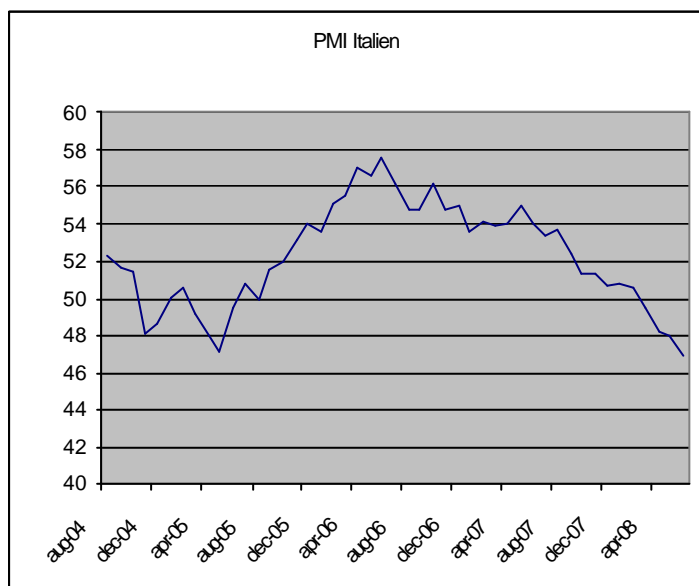
Hvis man ser på de enkelte landes PMI, ses der store regionale forskelle. Det italienske indeks (figur 12.4) har således været faldende siden april 2006 og er nu 10 point lavere end dengang, den seneste udlæsning viste 47. Italien har således været i problemer, noget før der kom subprime problemer ind i billedet, men udviklingen i USA har tilsyneladende ikke hjulpet på situationen. Det franske indeks har haft en lidt mere volatil opførsel uden nogen klar tendens. Dog er det på det seneste kølet relativt hurtigt af, med et fald fra et niveau på over 54 til under 47 på kun 3 måneder. Dermed er de franske indkøbschefer på nuværende tidspunkt lige så bekymrede som de italienske.

Figur 12.3



Kilde: Bloomberg

Figur 12.4

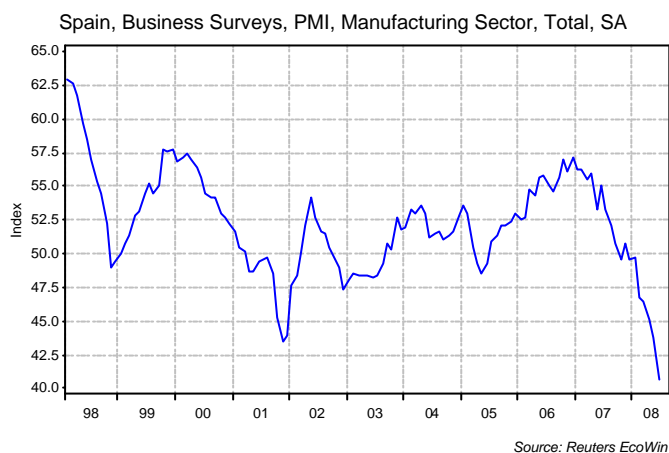


Kilde: Bloomberg

Heller ikke det spanske PMI ser alt for lovende ud. Spanien ligner således umiddelbart et land godt på vej ind i en recession. Lidt som det italienske har det været i frit fald stort set siden 2006. Man kan med andre ord ikke tegne en direkte parallel til de amerikanske boliglån og den depressive stemning blandt de spanske indkøbere. Dog må det forudsættes, at havde den seneste krise ikke

indtruffet, var denne negative udvikling måske stoppet noget før. Det nominelle niveau i den spanske måling er den laveste af de 4 store økonomier, og ligger nu på et niveau omkring 41.

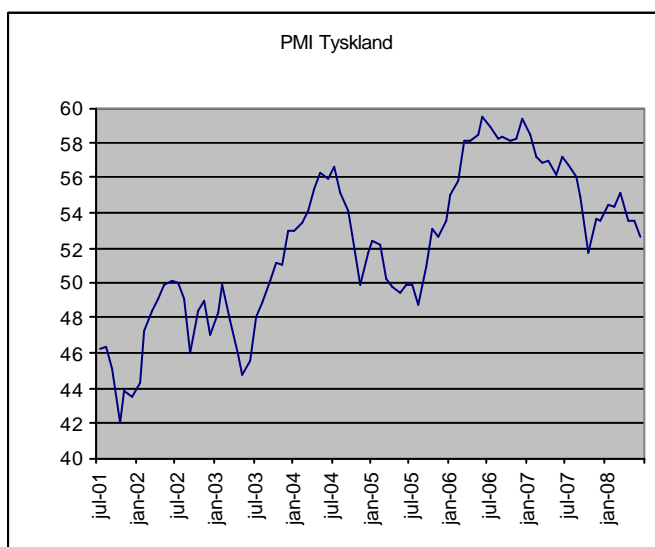
Figur 12.7



Kilde: Reuters

Tyskland er i modsætning til de øvrige giganter i eurosamarbejdet ikke ramt af krisen på samme måde. Deres PMI er således stadig i positivt territorium (over 52). Dog har indekset været støt faldende siden begyndelsen af 2007. Man kan med andre ord også her argumentere for, at der reelt var tale om en negativ udvikling allerede før krisen i USA for alvor brød ud.

Figur 12.5



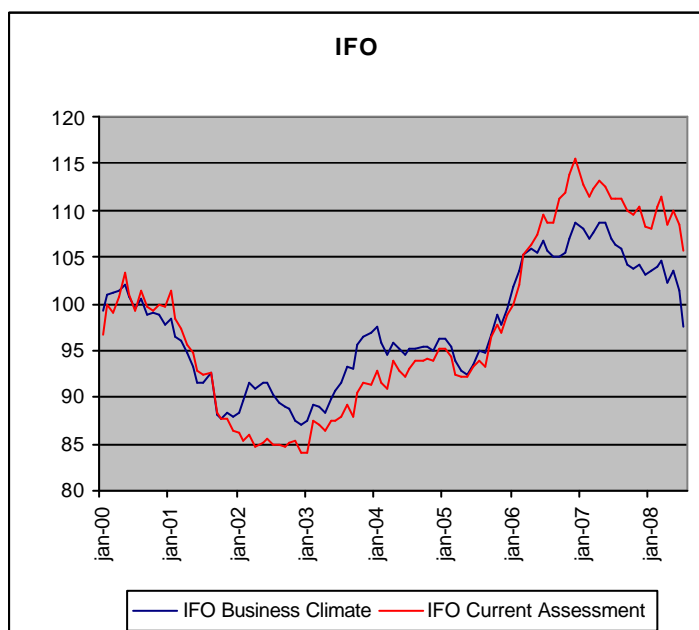
Kilde: Bloomberg

Erhvervstillid

Jeg vil her se på 2 af de ledende økonomiske indeks for erhvervstillid i Europa området. Det første indeks er det såkaldte IFO indeks. IFO indekset er lavet som en rundspørge blandt mere end 7.000 direktører i en bred vifte af erhvervslivet (med undtagelse af den finansielle sektor). Den månedlige undersøgelse består af 12 spørgsmål omkring virksomhedens nuværende situation, samt forventning til fremtiden. Svarmulighederne er lukkede, således man kan opdele dem i tilbagegang, stagnering eller fremgang.

Som det fremgår af figur 13.1 har både det overordnede indeks, samt "Current Assessment"-delen vist en klart nedadgående tendens siden starten af 2007. Et mønster man genfandt i de fleste PMI indeks.

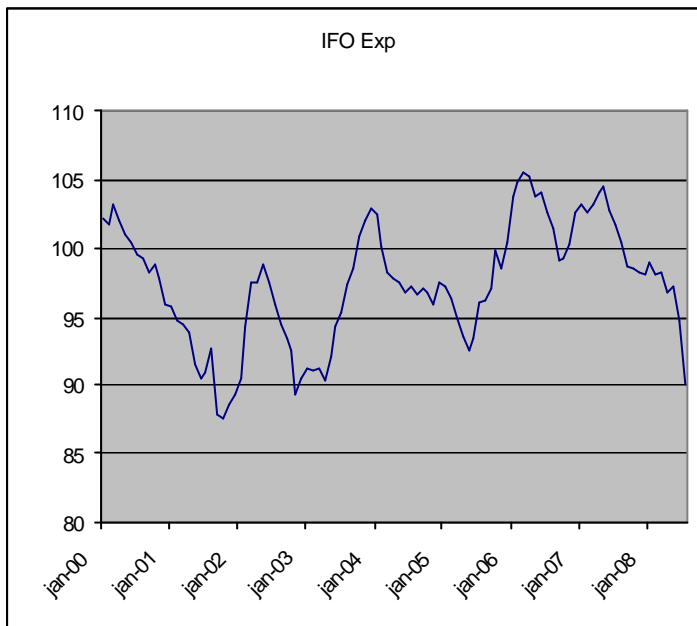
Figur 13.1



Kilde: Bloomberg

Mere bemærkelsesværdigt har det måske været, at udviklingen i forventningsindekset har været endnu mere negativ, hvilket ses af figur 13.2. Indekset er faldet fra omkring 105 i januar 2007 til 90.

Figur 13.2

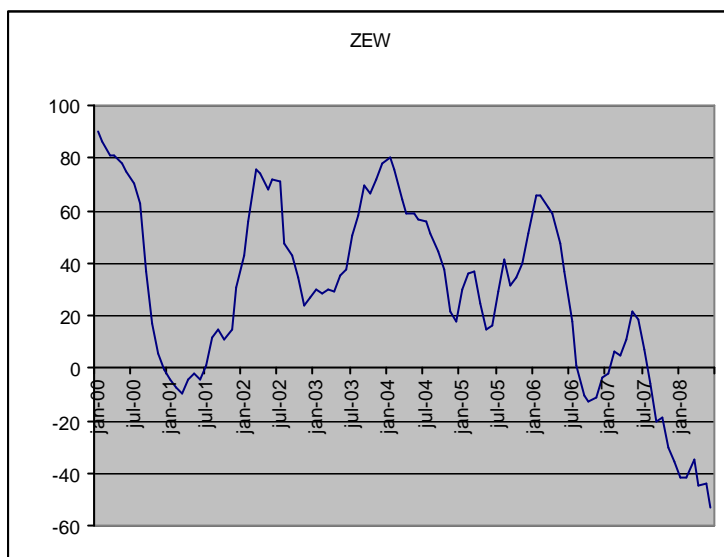


Kilde: Bloomberg

Med andre ord ser det ud til at erhvervslivet ikke føler at situationen er specielt god og at de ikke forventer den bliver bedre i den nærmeste fremtid.

Det andet indeks, jeg vil analysere, er det såkaldte ZEW indeks. ZEW indekset er normalt accepteret som værende en god indikator for den økonomiske udvikling. ZEW er som IFO et månedligt stemningsindeks fra den europæiske økonomi. ZEW bliver indsamlet blandt 350 analytikere og investorer, hvoraf knap 80 % er fra de tyske banker. Indekset dækker dermed det "hul" som IFO efterlader, ved ikke at medtage den finansielle sektor. Indekset må dog ses som værende en smule mindre validt, da det dels spørger et langt mindre antal virksomheder, samt indeholder færre spørgsmål. Endvidere stilles spørgsmålene her til virksomheder, der ikke på samme måde er direkte involveret i økonomien, men "blot" analyserer den. Indekset kan derfor forventeligt overestimere udviklingen, hvilket også er det indtryk man får, når man ser udviklingen. Således er indekset faldet fra et niveau på omkring 20 før krisen, til under -50 nu (Figur 13.3). Indekset har ikke været så lavt i dette årtusinde, hvilket i høj grad vidner om en situation, der måske er værre end den, virksomhedslederne indtil videre har set. Indekset har endvidere et meget tydeligt knæk omkring juli 2007. Dette kan måske igen hænge sammen med at krisen i første omgang blev meget tydelig i den finansielle verden og først noget tid senere, viste sig i den reelle økonomi.

Figur 13.3



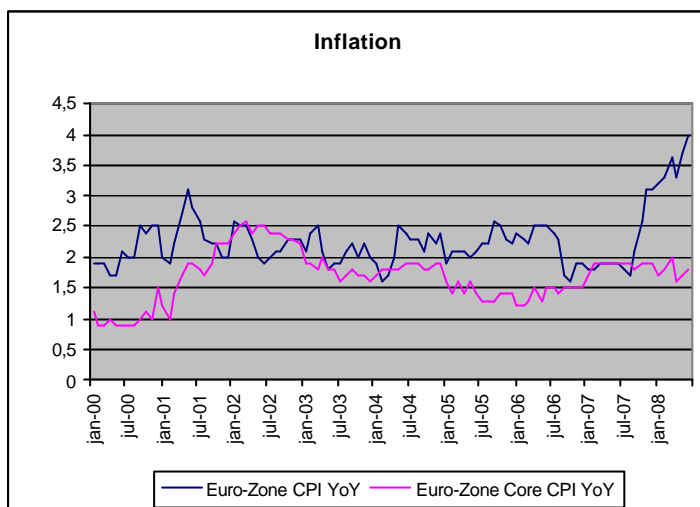
Kilde: Bloomberg

Den samlede europæiske erhvervstillid er således uden tvivl på et meget lavt niveau og tilsyneladende endnu ikke stabiliseret. Endvidere ser det ud til, at analytikere og økonomer anser den fremtidige udvikling for mere ustabil, end virksomhedslederne generelt gør.

Inflation og råvarepriser

Inflationen er ECB's store problem i øjeblikket. Økonomien kan, som man kan udlede af ovenstående, sagtens bruge et par rentenedsættelser, som værn mod en forstående krise. Dog kan ECB med deres erklærede inflationsmål, ikke politisk holde til at sætte renten ned i en situation, hvor inflationen er på mere end 4 %, og deres mål for en stabil inflation er på under det halve. Som det ses af figur 14.1, er det primært inflationen inkl. råvarepriser, der er på et unormalt højt niveau. Hvis man ser på kerneinflationen (ekskl. energi og fødevarer) er inflationen faktisk på under 2 %. Man kan dog argumentere for at forbrugerne naturligvis også skal betale for energi og fødevarer, men ikke desto mindre har energipriserne været udsat for usædvanlig store stigninger de sidste par år, hvilket måske kan tænkes at være midlertidigt.

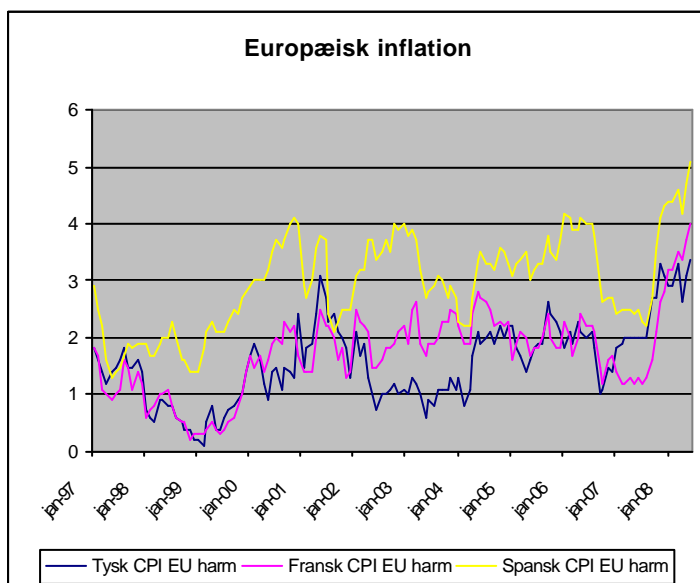
Figur 14.1



Kilde: Bloomberg

Hvis man ser på, hvordan inflationen er delt op på de enkelte lande, ses det, at stigningen er nogenlunde ligeligt fordelt (Figur 14.2). Som det ses, begyndte den tyske inflation allerede sin stigningstakt i januar 2007, mens både Spanien og Frankrig først begyndte lidt over et halvt år senere. Disse to landes inflation steg dog relativt kraftigere, hvorfor de samlet set har bidraget med stort set lige meget. Det er i øvrigt værd at bemærke, at den spanske inflation har været markant højere i hele perioden, og den tyske har været den nominelt laveste af de 3.

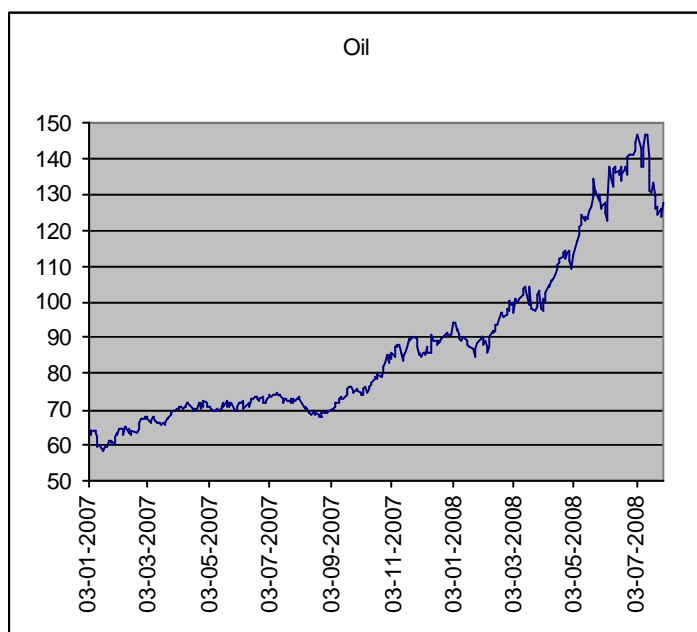
Figur 14.2



Kilde: Bloomberg

Som det blev vist i figur 14.1, var en stor del af den store inflationsstigning sket i såkaldte headline inflation, hvorimod hvis man rensede for energi og fødevarer, var inflationen noget mere afdæmpet. Hvis man ser på den seneste udvikling i olieprisen, som må kunne tilsiges at være en stor del af den generelle energipris, er det tydeligt at der er sket et "set-back". Som det ses af figur 14.3, er dette ikke bare et normalt udsving i den ellers stærke optrend over de seneste år, men et decideret brud. Det er naturligvis svært at sige noget fornuftigt om fremtidsudviklingen i prisen, men det ser ud til, at den kraftige stigning i hvert fald har taget en pause. Der er måske også flere fundamentale grunde til, at prisen på olie virkede lidt overvurderet. Dels var man i flere lande begyndt at køre i mindre biler (selv USA), og dels begyndte der at komme flere og flere mere eller mindre morsomme historier frem om, hvordan folk enten ikke havde råd til transport, eller var begyndt at ændre adfærd. Dette er et godt tegn på, hvordan prisen er blevet et tema, som alle diskuterer. Det i sig selv skaber grobund for politisk pres. Måske ikke mod selve olieprisen til at starte med, men så forskning i alternativ energi etc., noget olieselskaberne ikke vil se med begejstring på.

Figur 14.3



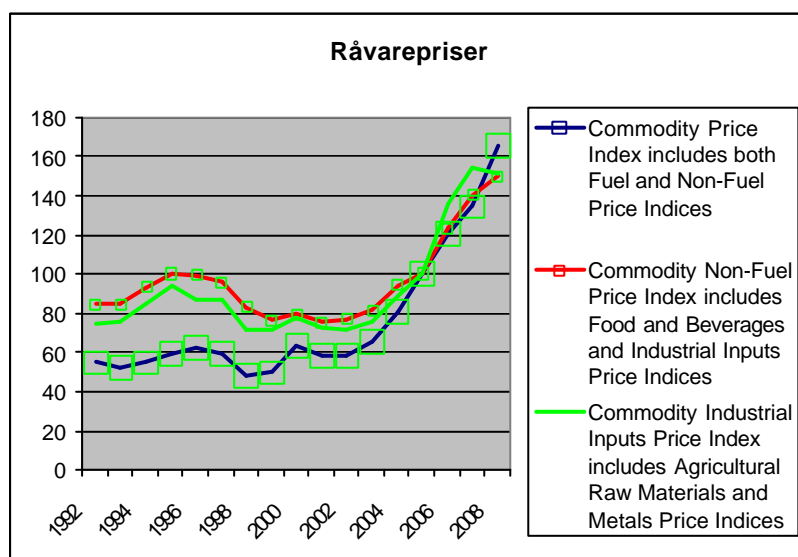
Kilde: Bloomberg

Hvis man ser på øvrige råvarer ses det, at også disse har oplevet en ganske pæn stigning frem til i år (der er ikke færdige priser for 2008 i disse data, men kun skøn). Det ses tydeligt, at siden starten af det nye årtusinde, er priserne steget relativt kraftigt på globale råvarer. Dette har været med til at

skabe et underliggende pres på inflationen. Det, der måske er endnu værre ved denne type af inflation, er at det ikke er noget en centralbank kan bekæmpe med monetær politik. Der er her tale om et globalt fænomen, en enkelt centralbank ikke kan styre.

De generelle fødevarerpriser er over en længere periode steget meget markant. Ud fra IMF's data, ses, det at en ellers relativ stabil udvikling i 90'erne er blevet brudt fra omkring 2003, hvor priserne begyndte en himmelflugt. Det ses endvidere, at indekset primært indeholder landbrugsprodukter, råmaterialer og metaller har det tydeligste knæk det seneste stykke tid, mens råvareindekset (eks. brændstof) har et lidt mindre knæk. Det sidste indeks (indeholdende både Non-Fuel og Fuel Price indeks) har derimod kun vist en endnu stærkere stigning det seneste år. Dette støtter med andre ord argumentationen for, at inflationen primært skyldes energiprisernes himmelflugt. Det skal dog bemærkes, at selvom der er set opbremsning i de andre råvareindeks, er det ikke givet, at udviklingen i opadgående retning er stoppet. Risikoen må dog vurderes at være på nedsiden for råvarepriserne, når man tager de øvrige økonomiske indikatorer in mente.

Figur 14.4

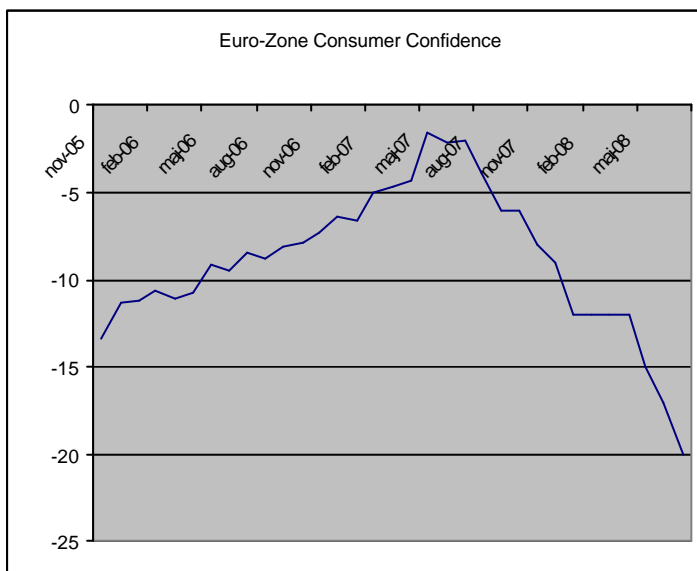


Kilde: IMF (2008)

Forbrugertillid

Tilliden fra forbrugerne er i høj grad også vigtig. På trods af den lidt større usikkerhed der ligger i forbrugerdata (deres svar er ofte ikke så velovervejede som erhvervslivets), er disse data ofte noget erhvervslivet kigger en ekstra gang på, før nye investeringer mv. foretages. Som det ses af figur 15.1 har forbrugertilliden, målt ved "Euro Zone Consumer Confidence", oplevet et markant fald siden krisens første reelle tegn i foråret 2007. Dette er måske noget overraskende, set i lyset af at krisen til at starte med ikke blev taget specielt alvorligt i Europa. Niveaulet skal læses som forskellen i de positive og de negative svar i rapporten der bliver udført blandt forbrugerne i europaområdet. Et negativt tal, indikerer således, at der er flere negative besvarelser end positive.

Figur 15.1



Kilde: Bloomberg

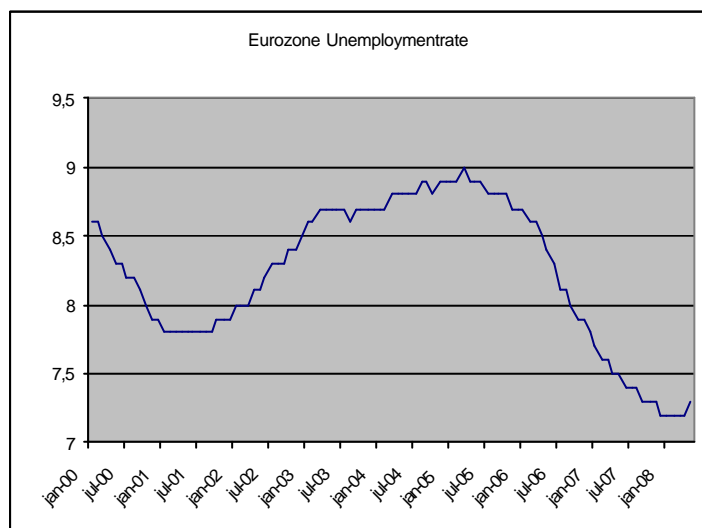
Tilliden til den europæiske økonomi er således både aftagende blandt forbrugere, virksomhedsledere og analytikere. Dette er i sig selv foruroligende, da den økonomiske situation i høj grad er et resultat af den stemning, der hersker i samfundet. Således vil en negativ stemning omkring den fremtidige økonomiske situation let kunne være selvopfyldende. Hvis forbrugerne ikke vælger at købe nogle varer, af frygt for den fremtidige økonomiske situation, bliver virksomhederne nødt til at afskedige medarbejdere og nedsætte produktionen, da der ikke er efterspørgsel nok. Dette

vil få endnu flere til at sætte forbruget ned (nu er der jo noget om snakken), og økonomien er således allerede inde i en ond spiral.

Arbejdsløshed

Arbejdsløsheden i Europa ser i modsætning til de fleste øvrige data overraskende positiv ud. Som det ses af figur 16.1 har arbejdsløsheden været faldende siden juli 2005, fra et niveau på omkring 9 %, til under 7,5 % i 2008. Der har dog været en svag stigning i den sidste udlæsning af tallet, som kommer efter et par måneder med uændret arbejdsløshed. Det kan med andre ord godt se ud til, at arbejdsløsheden har nået bunden i denne omgang, hvilket ikke vil være overraskende, når man ser på de øvrige nøgletal.

Figur 16.1

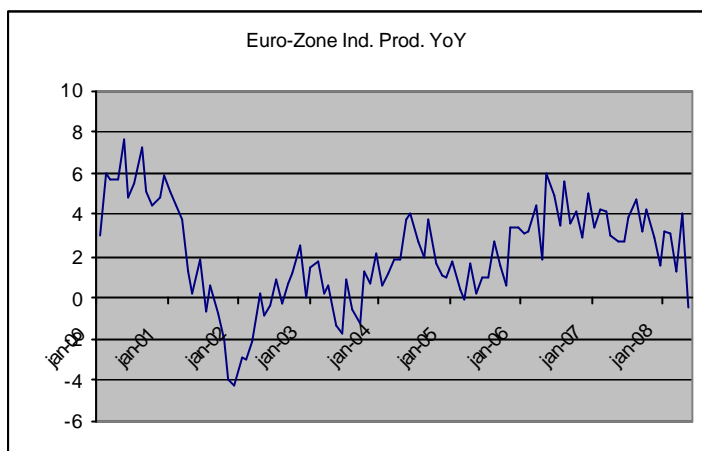


Kilde: Bloomberg

Vækst

Den europæiske industrivækst er relativt volatil, som det fremgår af figur 17.1 Det kan dermed være svært at vurdere, om der er tale om en midlertidig korrektion, eller om der er tale om mere vedvarende nedgang. Overordnet må det dog siges, at selve industriproduktionen ikke ser specielt svag ud på nuværende tidspunkt, om end den seneste udlæsning peger på en 0-vækst.

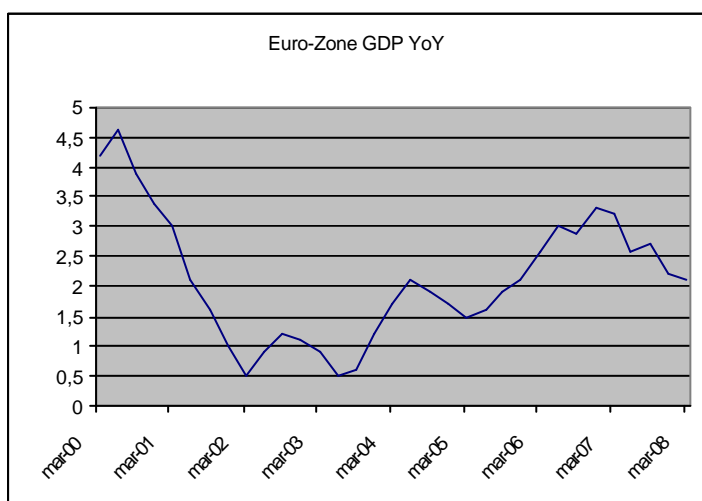
Figur 17.1



Kilde: Bloomberg

Ser man derimod på den samlede vækst, målt ved bruttonationalproduktet (GDP), er billedet dog knap så mudret. Her ses der tydeligt den samme overordnede udvikling som i industriproduktionen, blot med mindre udsving. Det lader til, at kurven knækker omkring marts måned 2007. Knækket ser dog ikke specielt kraftigt ud, om end det fremkommer mere tydeligt end ved industriproduktionen. GDP-tallet afslører med andre ord, at produktionen måske er på vej ned i europaområdet.

Figur 17.2

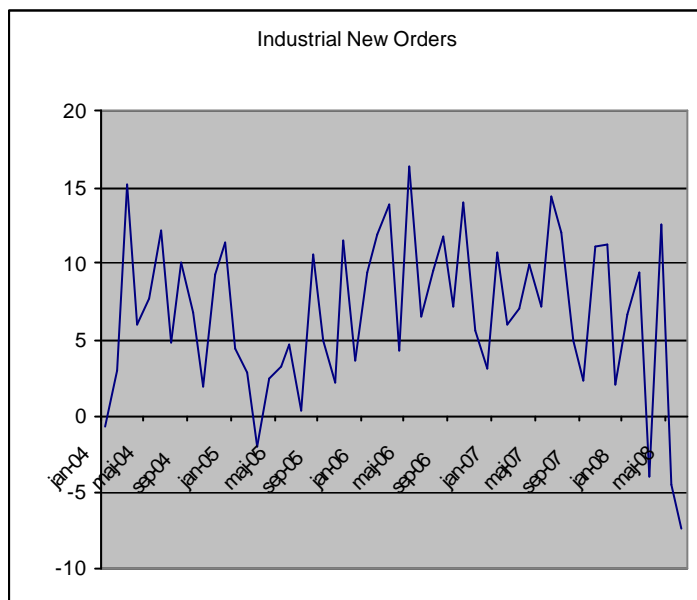


Kilde: Bloomberg

Væksten stammer naturligvis fra de ordrer, der bliver placeret i industrien. Hvis man ser på antallet af nye ordrer i ordrebøgerne, ses rekord lave tal fra de seneste målinger. Her er dog igen tale om

ekstremt volatile størrelser, hvorfor det kan være svært at sige, om det er en egentlig tendens, eller blot et kortvarigt drop.

Figur 17.3



Kilde: Bloomberg

Væksten ser sammenlagt ud til at være på vej ned, understøttet af et meget lavt antal nye ordrer. Det samlede vækstbillede ser dog endnu ikke så slemt ud, at man kan sige, vi med 100 % sikkerhed er på vej ind i en recession, men der er en voksende risiko for, at det sker.

Sammenfatning på den nuværende situation i Europa

PMI er markant lavere i europaområdet, værst ser det ud i Spanien og Italien, mens Frankrig og især Tyskland holder sig bedre oppe. Erhvervstilliden peger nedad, specielt ZEW og IFO expectationer på meget negative niveauer, forbrugertilliden er også på vej ned. Således peger de fleste tillidsindikatorer på en negativ udvikling i fremtiden.

Inflationen er stadig høj, specielt inklusiv fødevarer og energi. Både fødevarer- og energipriser ser dog ud til måske at være på vej ned igen. Arbejdsløsheden ser fornuftig ud, om end den ikke er faldet det seneste stykke tid. Produktionen ser ud til langsomt at være på vej ned.

Samlet set ligner den europæiske økonomi en økonomi på vej ind i en mere turbulent tid. Dog ser situationen på nuværende tidspunkt ikke ud til at være så alvorlig, at det ikke kan nå at vende.

Konklusion

Årsagsmuligheder til den finansielle krise

Der er blevet undersøgt en række årsager til den nuværende finansielle krise. Det er blevet undersøgt, hvorvidt boligmarkedet, den finansielle innovation, samt de lave risikopræmier har været medvirkende til krisen. Alle årsagerne syntes at indgå i en større sammenhæng, hvor de hver især har virket som katalysator for hinanden. Det er således tvivlsomt, om krisen ville have udviklet sig, som den har gjort, hvis ikke alle disse aspekter, havde været til stede. Det er af samme grund svært at give en enkelt årsag skylden for krisen. Den høje grad af jagt på rente-pick-up har dannet grundlag for salget af de strukturerede produkter (og dermed incitamentet til at konstruere dem til at starte med), mens huspriserne var den ”tricker”, der skabte grundlaget for, at denne situation ikke længere var holdbar. De komplicerede produkters risikoprofil, samt usikkerhed om hvem der har været i besiddelse af hvilke produkter, har skabt en stor usikkerhed i markedet.

Markedsreaktioner

Alle de tre markeder der blev undersøgt, aktiemarkedet, rentemarkedet og kreditmarkedet har været kraftigt påvirket af krisen.

Aktiemarkedet oplevede først tab i de amerikanske indeks, som på nuværende tidspunkt handler knap 20 % under deres niveau før krisen. Senere (i januar) kom de europæiske indeks også i modvind. Marts måned bød på lidt positivitet i aktiemarkedet, grundet overtagelsen af Bear Sterns, samt yderligere rentenedsættelser. Det er specielt bankaktierne, der har kunnet mærke krisen, hvilket betyder, at de er faldet med over 50 % siden krisen start. Volatiliteten på aktiemarkedet har været stigende, hvilket tyder på, at usikkerheden om fremtiden er øget.

FED har aggressivt sat renten ned med hele 375 bp fra 5.25 % til 2 %, mens ECB har valgt at sætte den op i juli 2008 (blev indikeret til markedet allerede i juni 2008) fra 4 % til 4.25 %. Dette smittede af på hele rentestrukturen, fra de korte pengemarkedsrenter, til de længste swaprenter.

Statsrentekurven i USA var i januar 2007 flad på omkring 5 %, efterfølgende er renterne dels faldet kraftigt, dels er kurven stejlet. I Europa var kurven også relativt flad før krisen, med et renteniveau på omkring 4.5 %. Her stejlede rentekurven også initialt i forventning om en reaktion fra ECB. Da det blev klart i juni 2008, at dette ikke var tilfældet, fladede kurven tilbage end nu kraftigere.

Hvad angår det amerikanske swapmarked, er renteniveauet faldet frem til juli 2008, ledt an af 2 års renten, der faldt med 100bp, mens 10 års renten kun faldt knap 50bp. Hele swaprentekurven er således på et lavere niveau, om end den ikke er faldet i samme grad som statsrentekurven.

Swaprenterne i Europa har i modsætning til statsrenter i Europa set en relativ kraftig stigning specielt i den korte ende, fra krisen startede i juli 2007 til juli 2008. Swaprentekurven har oplevet en markant fladning grundet en kraftig stigning i 2 års renten. Dette skyldes, at der i Europa ikke været de aggressive rentenedsættelser, der i USA mere end har kompenseret for det øgede kreditspænd i den korte ende af swaprentekurven.

Forskellen mellem de korte rentefixinger og de længere rentefixinger er forøget kraftigt efter juli 2007. Dette skal ses i lyset af problemerne i det korte pengemarked. Bankernes modvillighed mod at låne til hinanden, er således større, jo længere løbetid der er tale om. Der er således en endnu mindre villighed til at udlåne penge på fx 6 måneders sigt, frem for 1 måned.

Kreditmarkedet har i lighed med aktiemarkedet reageret, som man kunne forvente, i en finansiell krise som denne. Alle spreads er kørt ud, specielt dem på mindre sikre aktiver. Kreditspreads på den finansielle sektor er kørt mere ud end resten af markedet, hvilket indikerer, at markedet ikke ser krisen som en realøkonomisk krise, men snarere en finansiell krise.

Nuværende finansielle situation i Europa

Overordnet tegner den europæiske økonomi et relativt dystert billede. Stort set alle tillidsindikatorer, herunder PMI, IFO og ZEW peger på en økonomi, der går dårligere tider i møde.

Tillige kan det ses, at produktionen allerede er begyndt at falde, om end det endnu ikke ser truende ud. Hvad angår inflationen, ser det ud til, at den har været meget påvirket af råvarepriserne, som måske er begyndt at vende. Det er med andre ord blevet vanskeligere at se nogen gyldig grund til at ECB vælger at holde renten på 4.25 %.

Litteraturliste

- IMF (2008) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database (WEO), april 2008
- Bloomberg (2008) Data indsamlet fra Bloomberg Juli/August 2008
- Bernanke (2005) The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, Federal Reserve April 14 2005, St. Louis, Missouri
- The Economist (2008) “Confession of a risk manager” The Economist 7. August 2008.
- ECB (juni 2008) “ECB Press Conference in 2008” 5. juni 2008. –www.ecb.eu
- ECB (August 2008) “ECB Press Conference in 2008” 7. august 2008. –www.ecb.eu
- Fisher, I.- 1933 “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions” Ecometrica 1933
- Minsky, H.- 1977 “A Theory of Systemic Fragility” New York 1977
- Kindleberger, C.- 2005 “Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises“, 5th edition, New York 2005
- Mishkin, S.- 1997 “The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers” Federal Reserve Bank of Kansas City 1997
- Schumer, C -2007 “Subprime mortgage market crisis timeline”, Joint Economic Committee Juli 2007.

Bordo, M -2007 “The Crisis of 2007 :The Same Old Story, Only the Players Have Changed.” Rutgers University and NBER September 2007.

The Economist, 2007 “Shotgun wedding- one suitor has been chosen, but others are forcing their way into the church” The Economist 29.november 2007

Hjemmesider

National Public Radio (NPR)

<http://www.npr.org/templates/story/story.php?storyId=12561184>

Clarion Mortgage Capital.

<http://www.conventionalloans.net/products.html>

HSBC Bank

<http://www.hsbc.com/1/2/about-hsbc>

BBC

Følgende artikler er benyttet, og kan alle findes på følgende adresser:

http://news.bbc.co.uk/1/hi/russian/world/newsid_638000/638803.stm

<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>

<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6519051.stm>

<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6677863.stm>

<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>

<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6914312.stm>

<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6967400.stm>

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

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

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

<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7395425.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7402085.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7359940.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7296678.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7299938.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7289815.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7232200.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7278702.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7274385.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7135872.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7149329.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7128097.stm>
http://news.bbc.co.uk/2/hi/in_depth/707825.stm
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7021529.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6981285.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6990443.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6976517.stm>
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>

Danmarks Radio (DR)

[http://www.dr.dk/Nyheder/Baggrund/2008/10/09142722.htm#wbc_purpose=update+-+81k,](http://www.dr.dk/Nyheder/Baggrund/2008/10/09142722.htm#wbc_purpose=update+-+81k)
<http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2008/09/15/061141.htm>
<http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2008/09/15/061141.htm>

New York Times

<http://www.nytimes.com/2007/05/04/business/04ubs.html>

<http://www.nytimes.com/2008/06/08/business/08country.html>

Netposten

<http://www.netposten.dk/?pageid=5&articleid=1005434>

Hope Now

http://www.fsround.org/hope_now/pdfs/AllianceRelease.pdf

Times Online

<http://business.timesonline.co.uk/tol/business/economics/article4951631.ece>

MSNBC

<http://www.msnbc.msn.com/id/22132648/>

European Central Bank (ECB)

<http://www.ecb.int/press/pr/date/2007/html/pr071212.en.html>

The Financial Express

<http://www.financialexpress.com/news/>

Busienss.dk

<http://www.business.dk/article/20080721/okonomi/707210017/>