

# Staternes fald – set fra de finansielle markeder<sup>1</sup>

Finanskrisen har udviklet sig til en statsgældskrise. I Euro-området gøres vold på grundlæggende principper. De finansielle markeder var ligeså dårlige som andre til at se krisen komme. Omfanget af fragmentering af de finansielle markeder er omdiskuteret.



**JESPER BERG**  
Underdirektør, Nykredit

I slutningen af 2002 og starten af 2003 diskuterede økonomerne i ECB den pengepolitiske strategi, som havde været udgangspunktet for de pengepolitiske beslutninger, der var truffet i ECB's første år (O. Issing et al (2003)). Det var en smertefuld diskussion, fordi den intellektuelle og institutionelle arv fra Bundesbank var i spil, herunder især ECB's to-søjle strategi, hvor pengemængden havde en prominent rolle. Bundesbanks »track record« i 1970'erne, hvor de fleste andre centralbanker tabte kontrollen med inflationen, var og er et væsentligt grundlag for tilliden til ECB og dermed prisstabiliteten i EU.

ECB's daværende cheføkonom, Otmar Issing, der tidligere var cheføkonom i Bundesbank, havde brug for luft i forbindelse med diskussionerne. Før han begyndte at læse økonomi havde han studeret de klassiske europæiske kulturer, og det var derfor naturligt for ham at tage til Sicilien, hvor han kunne give tanker frit løb omgivet af de gamle græske templer i templernes dal ved Agrigento.

Det gjorde ham dog ikke ved bedre mod, da han konstaterede, at godt nok var der mange søjler, men de fleste var faldne. Over for hans chefgruppe bekendtgjorde han senere, at han følte, at det var et dårligt varsel for hans to-søjle strategi. I dag må konstateres, at templernes tilstand kunne være et billede på tilstanden i den Økonomiske og Monetære union. Konstruktionen vakler, og Grækenland er det svageste led.

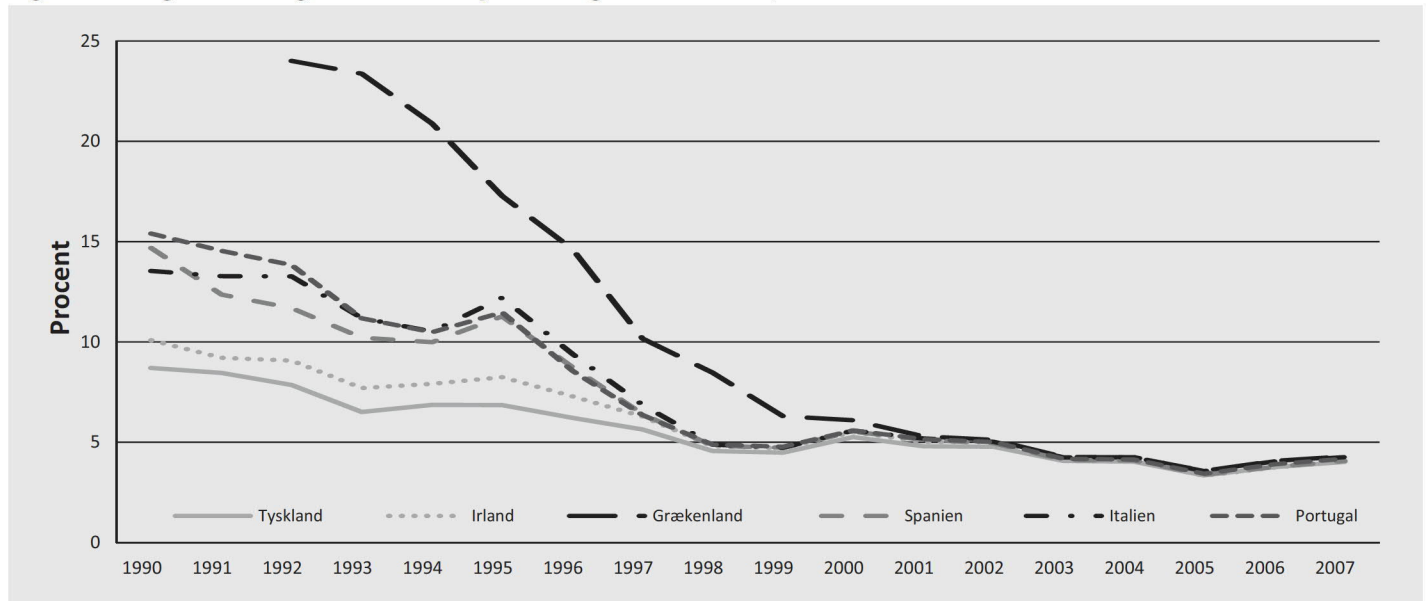
Udover fokus på pengemængde og inflation bestod arven fra Bundesbank bl.a. af en dybfølt frygt for de problemer, som løbske statsfinanser kunne skabe for pengepolitikken. Denne frygt gav sig udslag i fingeraftryk i regelværket for den Økonomiske og Monetære Union. Kriterierne for at blive medlem af ØMU'en og Stabilitets- og Vækstpagten er to eksempler herpå. To andre eksempler er forbuddet mod monetær finansiering og EU-traktatens artikel om »no bail in« af medlemslandene, der skulle sikre, at de finansielle markeder fastholdt de enkelte lande på den finanspolitiske dyds snævre vej.

Vi har flyttet os fra en finanskrise, hvor banker trak stater ned, til en statsgældskrise, hvor stater har trukket banker ned. Statsgældskrisen er både en følge af finanskrisen og den manglende overholdelse af de oprindelige spilleregler for statsfinanserne i ØMU'en. »No bail-in« artiklen bidrog ikke i de gode år til den finanspolitiske disciplinering, og den ofres nu, hvor dens potentielle konsekvens er ØMU'ens opbrud. Forbuddet mod monetær finansiering ligger på samme alter.

Historien falder i fem dele. I den første del vises, at de finansielle markeder ikke agerede som en disciplinerende faktor i årene forud for finanskrisen. I den anden del ses på de finansielle markeders meget forskelligartede vurdering af risiciene i forskellige lande, herunder hvordan deltagelse i den monetære union, finanspolitiske ubalancer og underskud på betalingerne

NOTE 1 Lasse Pedersen og Christian Sinding Bentzen takkes for bistand med dataarbejde. Henrik Schönemann og Peder Andersen for gode kommentarer. Evt. tilbageværende fejl kan henføres til undertegnede. De udtrykte synspunkter er mine egne og ikke nødvendigvis Nykredits.

Figur 1: Ti-årige statsobligationsrenter i Tyskland og PIIGS landene, 1990-2007



Kilde: Bloomberg.

med udlandet udgør en farlig cocktail. I den tredje del belyses, hvordan andre finansielle variable har udviklet sig under krisen, herunder stabiliteten i inflationsforventningerne, men også signaler om dysfunktionalitet fra andre variable. I den fjerde del analyseres omfanget af finansiell fragmentering. I den femte del beskrives ECB's tiltag.

### Vagthunden, der ikke gøede

Ifølge EU-traktatens artikel 125 hæfter hverken unionen eller medlemsstaterne for hinanden:

#### »Artikel 125

1. Unionen hæfter ikke for og må heller ikke påtage sig forpligtelser indgået af centralregeringer, regionale, lokale eller andre offentlige myndigheder, andre organer inden for den offentlige sektor eller offentlige foretagender i en medlemsstat.... En medlemsstat hæfter ikke for og påtager sig ikke forpligtelser indgået af centralregeringer, regionale, lokale eller andre offentlige myndigheder, andre organer inden for den offentlige sektor eller offentlige foretagender i en anden medlemsstat....«

I ECB var artiklen kendt som »no bail-in« artiklen. Den skulle give de finansielle markeder en tilskyndelse til at vurdere holdbarheden af medlemsstaternes offentlige finanser og dermed gøre de finansielle markeder til en ekstra vagthund i relation til de offentlige finanser.

I ECB ville man gerne vise, at de finansielle markeder reagerede på ubalancer i de offentlige finanser, jf. bl.a. K. Bernoth et al (2004). Man erkendte dog, at der i de finansielle markeder nok var en forventning til, at et land med fiskale problemer blev reddet med mindre, at det havde opført sig ekstremt udisciplineret.

I det store billede må man konstatere, at udviklingen frem mod ØMU'ens begyndelse og i ØMU'ens første år var præget af en ekstrem konvergens af renterne, jf. Figur 1.

Vagthunden gøede ikke. I retrospekt burde ECB's og andres analyser have påpeget, at renteforskellene var alt for små givet forskellene i de offentlige finanser. Det er imidlertid et hyppigt problem, at der gives point for relationer med et godt »fit«, indtil nogen tid efter, at det er evident for alle, at der var tale om en boble.

Ratingbureauerne, her illustreret med Moody's rating, så heller ikke problemernes komme, jf. Figur 2.

Moody's rating af bankerne var dog en outlier, om end en illustrativ sådan. Kort før finanskrisen offentliggjorde Moody's, at bankers rating i højere grad skulle fastsættes ud fra ratingen af deres hjemland, i særdeleshed hvis der var en formodning om, at hjemlandet ville bakke op om den konkrete bank, jf. F. Packer and N. Tarashev (2011). Der var islandske banker, der af den vej opnåede en AAA rating. Deres efterfølgende kollaps illustrerede metodens svaghed.

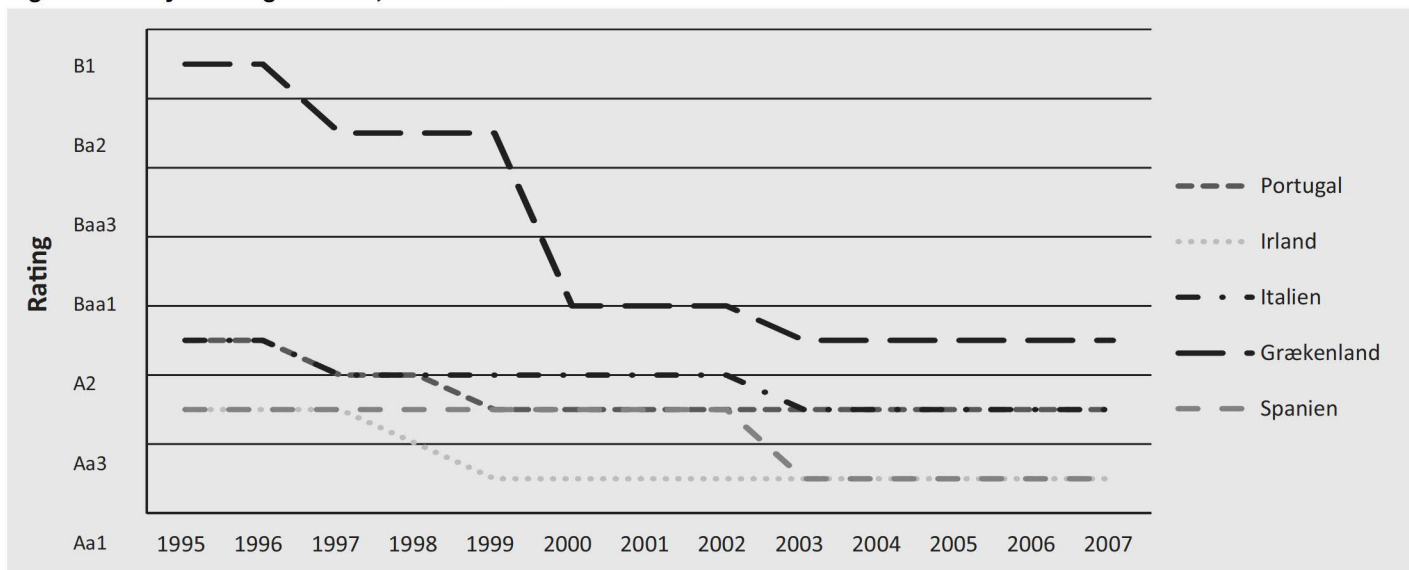
Moody's havde fat i det rigtige; der var en sammenhæng mellem bankernes og landenes kreditværdighed. Moody's så det imidlertid som en sammenhæng, hvor landene trak bankerne op, hvor eftertiden viste, at bankerne trak landene ned, hvorefter landene trak bankerne ned.

### Vagthundens panik

Island, Letland og de øvrige Baltiske lande samt en række Østeuropæiske lande var de første, der oplevede, hvordan finanskrisen skabte tvivl om deres betalingsevne. Transmissionsmekanismen var forskellig. Island faldt på en banksektor, der var blevet



Figur 2: Moody's Rating af PIIGS, 1995-2007



Kilde: Moodys.

for stor i forhold til landets økonomi. De Baltiske lande havde oplevet et konvergensboom, der var afhængig af udenlandsk finansiering, som forsvandt. De Østeuropæiske lande havde et banksystem, der var domineret af udenlandske banker. De havde formentlig ikke drømt om, at det kunne vise sig at blive et svagt punkt. Som konsekvens af finanskrisen trak de udenlandske banker likviditet ud af værtslandet og tilbage til deres hjemland med det resultat, at de Østeuropæiske kunder blev klemte.

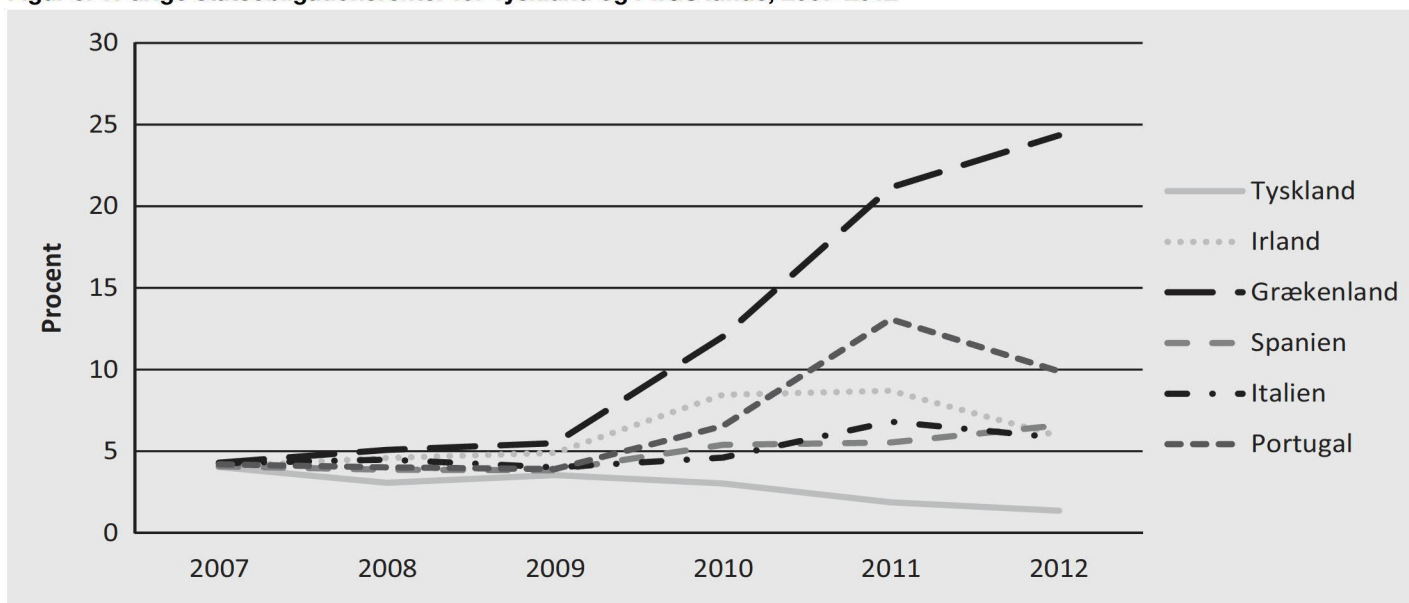
På den amerikanske økonomiforenings årsmøde i januar 2009 præsenterede Kenneth Rogoff nogle af de resultater, der indgik i hans og Carmen Reinhart's bog »This time is different«

(2009). Et af resultaterne var, at en finanskriser typisk efterfølges af en statsgældskrise. I gennemsnit stiger statsgælden med 86 pct. efter en finanskriser.

Forfatteren af denne artikel var til stede under præsentationen, noterede sig resultatet, skrev det sågar ind i referatet af mødet, men glemte det, da jeg skrev min del af historien om finanskrisen, jf. J. Berg og M. Bech (2009).

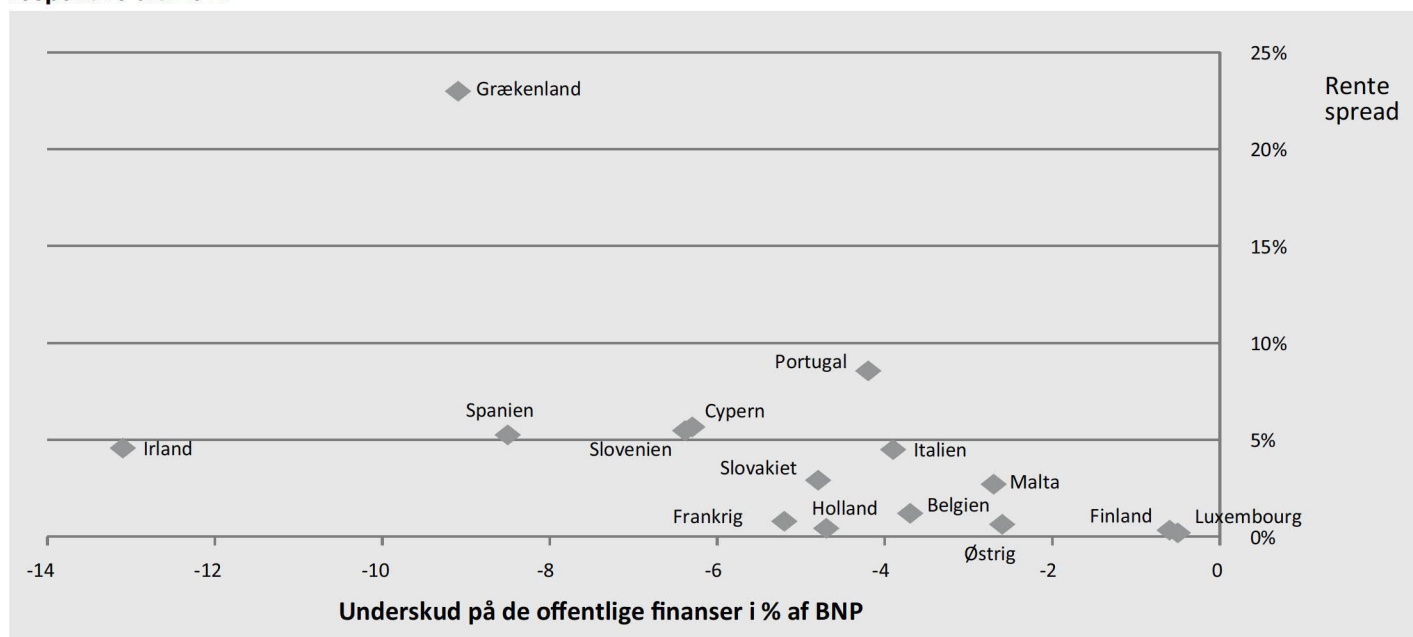
I vores bog forudså vi to ting, der har præget den økonomiske udvikling siden hen. Vi så risikoen for et japansk lavvækstscenarie som betydeligt større end de finansielle markeders for-

Figur 3: Ti-årige statsobligationsrenter for Tyskland og PIIGS lande, 2007-2012



Kilde: Bloomberg.

**Figur 4: Underskud på de offentlige finanser i pct. af BNP og rentespread på ti-årige statsobligationer til Tyskland, 2011, respektive ult. 2011**



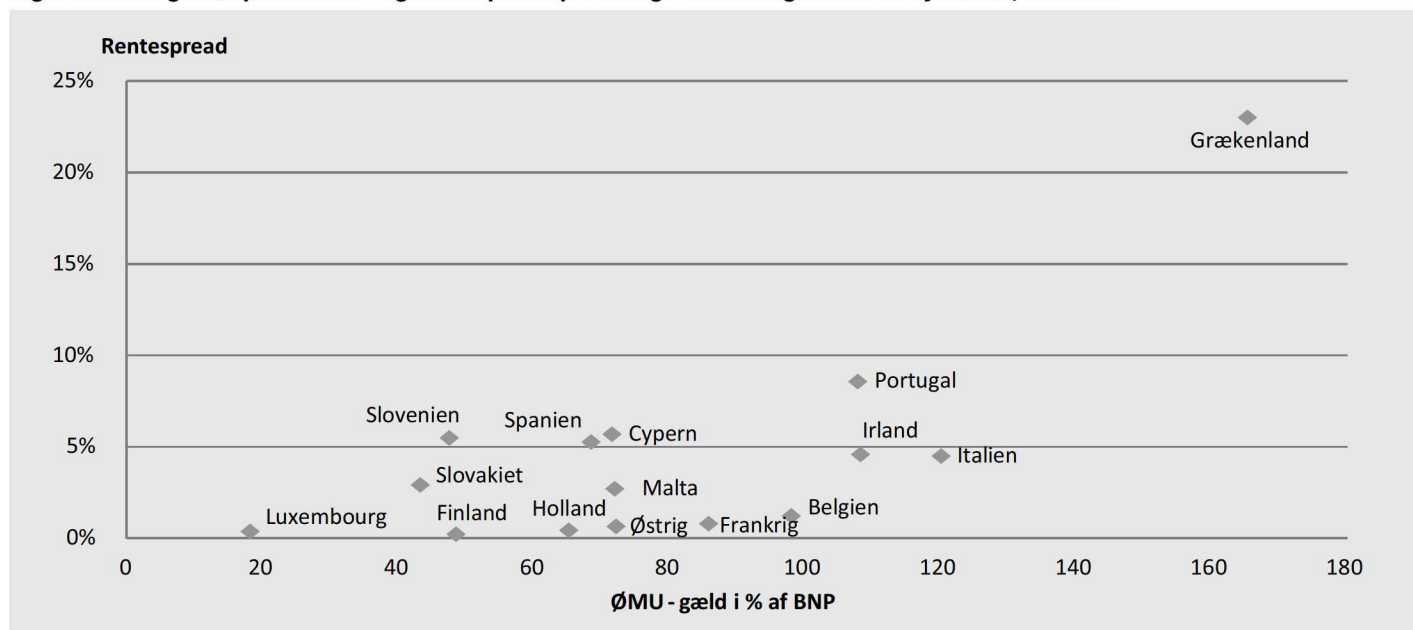
Kilde: ECB og Bloomberg.

ventninger til økonomisk vækst og inflation. Faldet i den lange rente i de ikke-kriseramte lande peger på, at de finansielle markeder nu ser en øget sandsynlighed for et japansk scenarie. Vi udtrykte også en frygt for, at reguleringen af den finansielle sektor ville blive strammet op på et tidspunkt, hvor økonomien stadig var i knæ, og dermed forstærke krisen. Denne forudsigelse har også vist sig rigtig, jf. de seneste udkast til EU direktiver og forordninger. Det er paradoksalt, at der på den

ene side er et stort ønske om at implementere en kontracyklisk regulering, og at man på den anden side vælger at gennemføre den største regulatoriske opstramning nogensinde, mens økonomien ligger ned.

Vi berørte imidlertid kun tangentielt risikoen for en statsgældskrise. I forbindelse med beskrivelsen af den irske stats garanti for sine banker i slutningen af september 2008 konstaterede vi,

**Figur 5: ØMU gæld i pct. af BNP og rentespread på ti-årige statsobligationer til Tyskland, ult. 2011**



Kilde: ECB og Bloomberg.

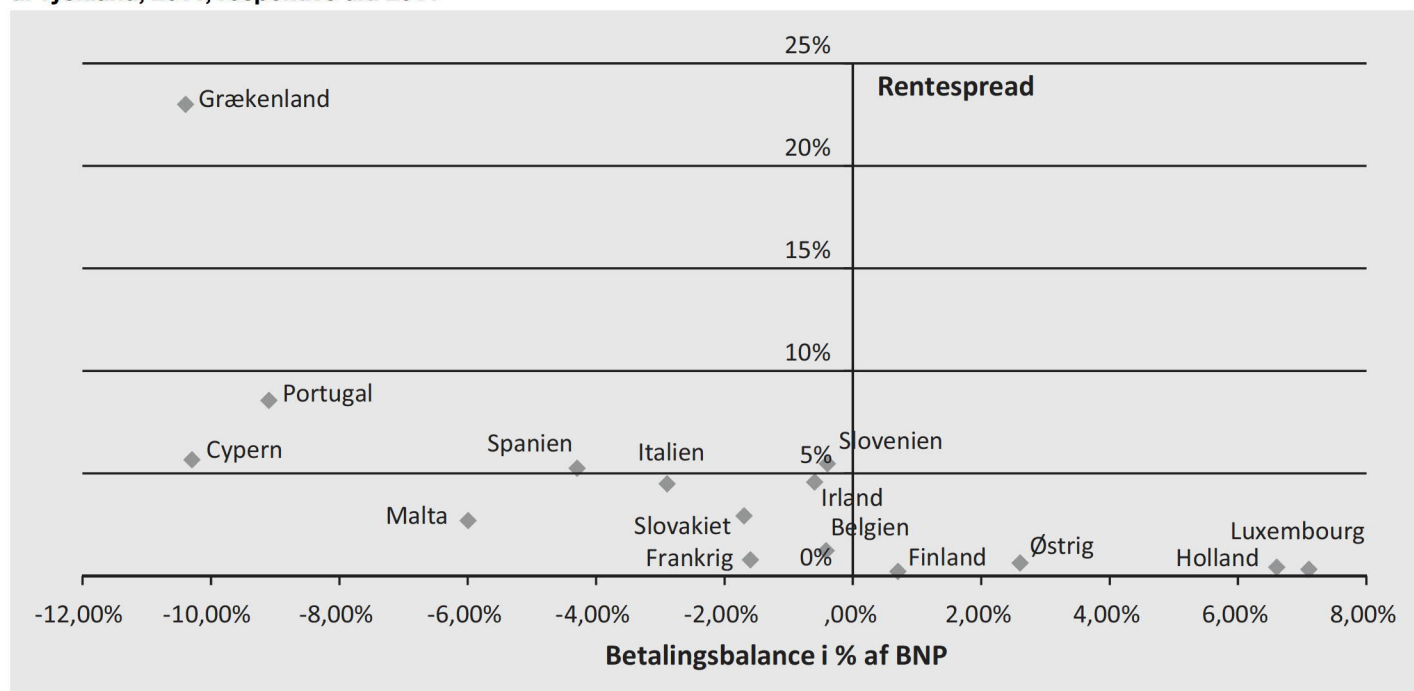
at blikket vendte sig »fra de irske banker til den irske stat« og »at prisen på at forsikre sig mod en konkurs af den irske stat skød i vejret«. Vi viste også, at kreditspændene på europæiske lande kørte i vejret. Det emne havde fortjent en dybere analyse.

De finansielle markeder reagerede for alvor på udviklingen i statsfinansierne i 2010, jf. Figur 3. Grækenland var det mest ekstreme eksempel.

Udviklingen viste en uheldig dynamik. Lande med stor statsgæld oplevede, at en stigning i renterne på deres statsgæld forringede den finanspolitiske holdbarhed, hvad der trak renterne yderligere op. Der er paralleller til teorien om bankernes iboende ustabilitet.

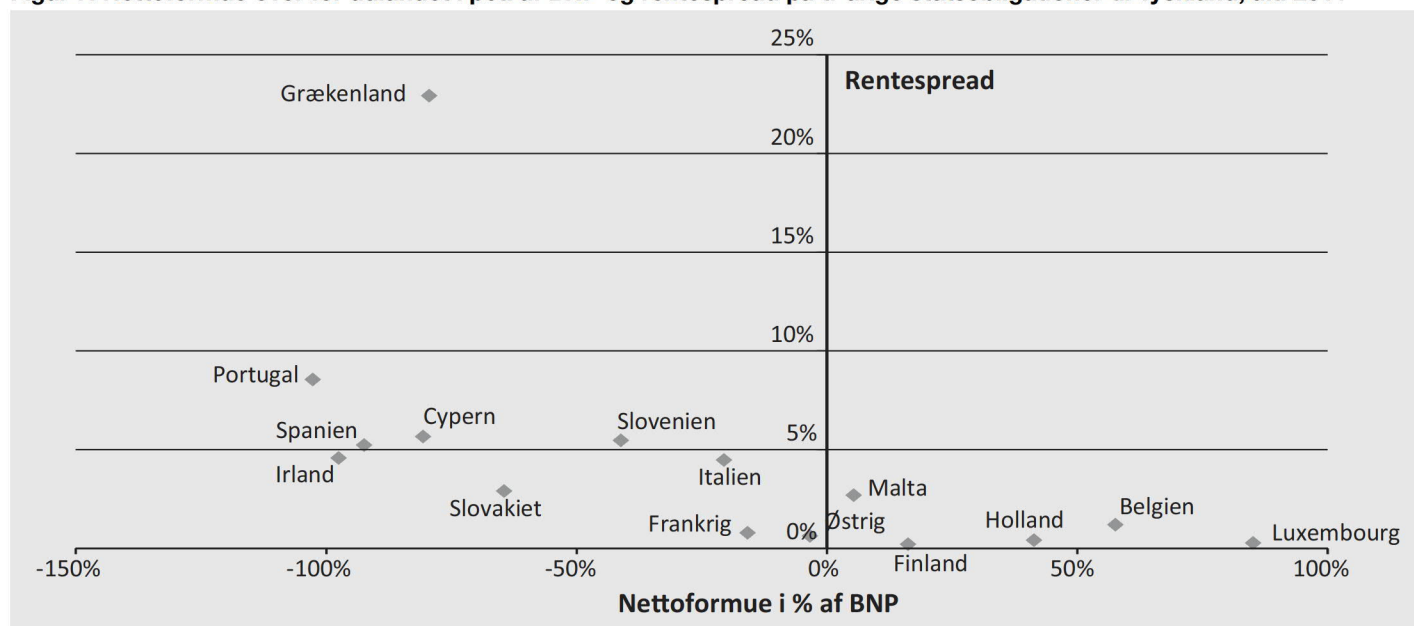
Der er en tydelig sammenhæng mellem rentespread til Tyskland og den finanspolitiske holdbarhed, jf. Figur 4 og 5.

**Figur 6: Betalingsbalancens løbende poster i pct. af BNP (3-årige gennemsnit) og rentespread på ti årige statsobligationer til Tyskland, 2011, respektive ult. 2011**



Kilde: Eurostat og Bloomberg.

**Figur 7: Nettoformue over for udlandet i pct. af BNP og rentespread på ti-årige statsobligationer til Tyskland, ult. 2011**



Kilde: Eurostat og Bloomberg.



En tilsvarende sammenhæng findes mellem rentespread og underskud på betalingsbalancens løbende poster respektive et lands nettoformue/gæld over for udlandet, jf. Figur 6 og 7. Om noget er sammenhængen til rentespread endda mere tydelig for balancen over for udlandet end for balancen på de offentlige finanser.

Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster svarer til summen af det offentlige opsparingsunderskud og den private sektors ditto. I retrospekt er det klart, at reglerne for ØMU samarbejdet burde have inkluderet ikke alene en hensyntagen til de offentlige finanser, men også udviklingen i den private sektors finansielle stilling. Store private opsparingsunderskud kan ikke fortsætte i uendelighed, men skal over tiden reverse-res. Dette indebærer typisk et fald i den indenlandske efterspørgsel med afledte tilpasningsbehov på arbejdsmarkedet og for priserne på indenlandske aktiver. Stivheder på arbejdsmarkedet skaber så arbejdsløshed, mens prisfald på bl.a. ejendomme giver problemer i den finansielle sektor. O. Blanchard (2007) har med udgangspunkt i Portugal beskrevet, hvordan en konvergenscyklus kan udvikle sig; modellen har sidenhen vist sig at være en sørgelig præcis beskrivelse af udviklingen i en række andre lande, og svarer også meget godt til, hvad de nordiske lande oplevede i slutningen af 1980'erne og starten af 1990'erne.

Det er interessant, at lande uden for ØMU samarbejdet ikke har været udsat for den samme reaktion fra de finansielle markeder på deres finansielle ubalancer, jf. USA's og UK's underskud på både de offentlige finanser og betalingsbalancen. Man kunne hævde, at finansielle ubalancer, hvad enten de er inden for eller uden for en monetær union, indebærer den samme risiko for, at kreditor får et tab. Inden for den monetære union

vil tabet opstå ved en gældsrestrukturering, jf. Grækenland. Uden for den monetære union kan tabet også komme ved en depreciering af valutaen, eventuelt som konsekvens af en inflationsbeskatning af gælden, eller et fald i kursværdien af gælden som følge af en rentestigning.

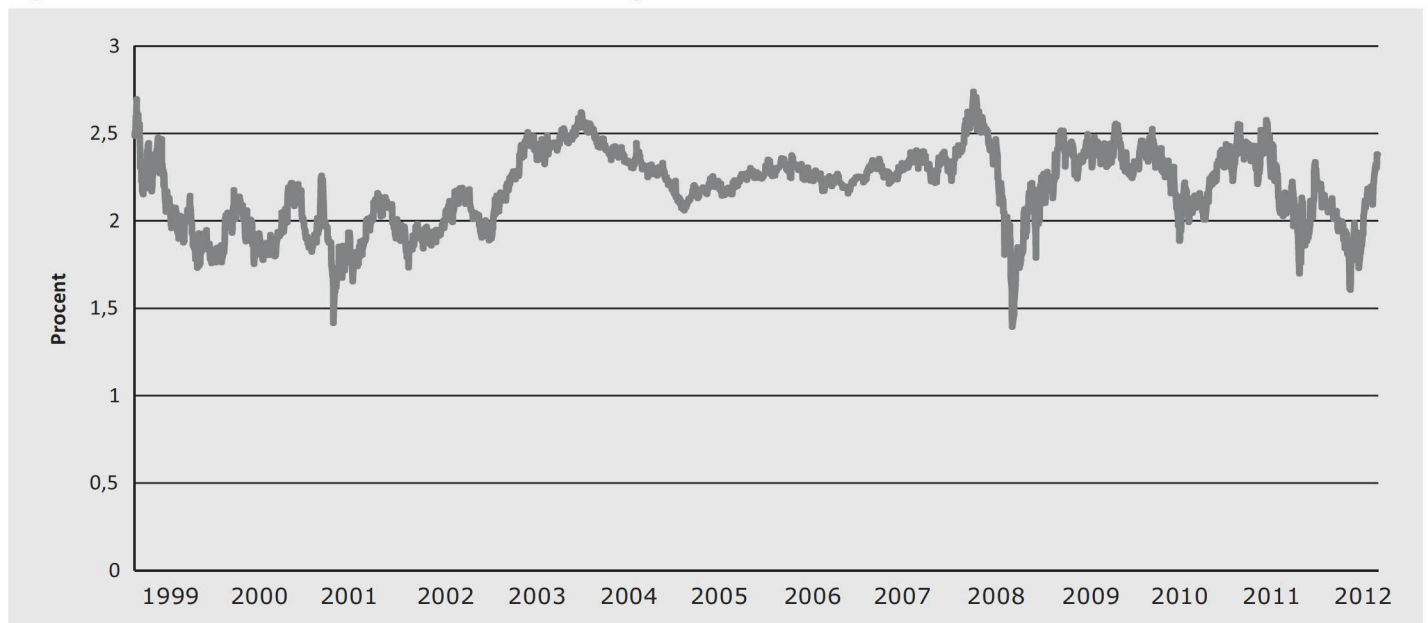
Forskelsbehandlingen kan imidlertid retfærdiggøres ved betragtning af risikoen for, at et ØMU-land bliver hængende i en økonomisk udvikling med høj arbejdsløshed på grund af bindingerne på den økonomiske politik, og dermed også vil have en mindre kapacitet til at betale tilbage på dets gæld. B. Bernanke (2004) beskriver, hvordan lande, der forlod guldfo- den først under Den Store Depression, også hurtigst fik stabiliseret deres økonomi. Ultimativt skal gæld betales tilbage med produktion, og lande, der producerer under deres kapacitet, har mindre at betale tilbage af end lande, der producerer op til deres kapacitet.

#### Udviklingen i andre finansielle variable

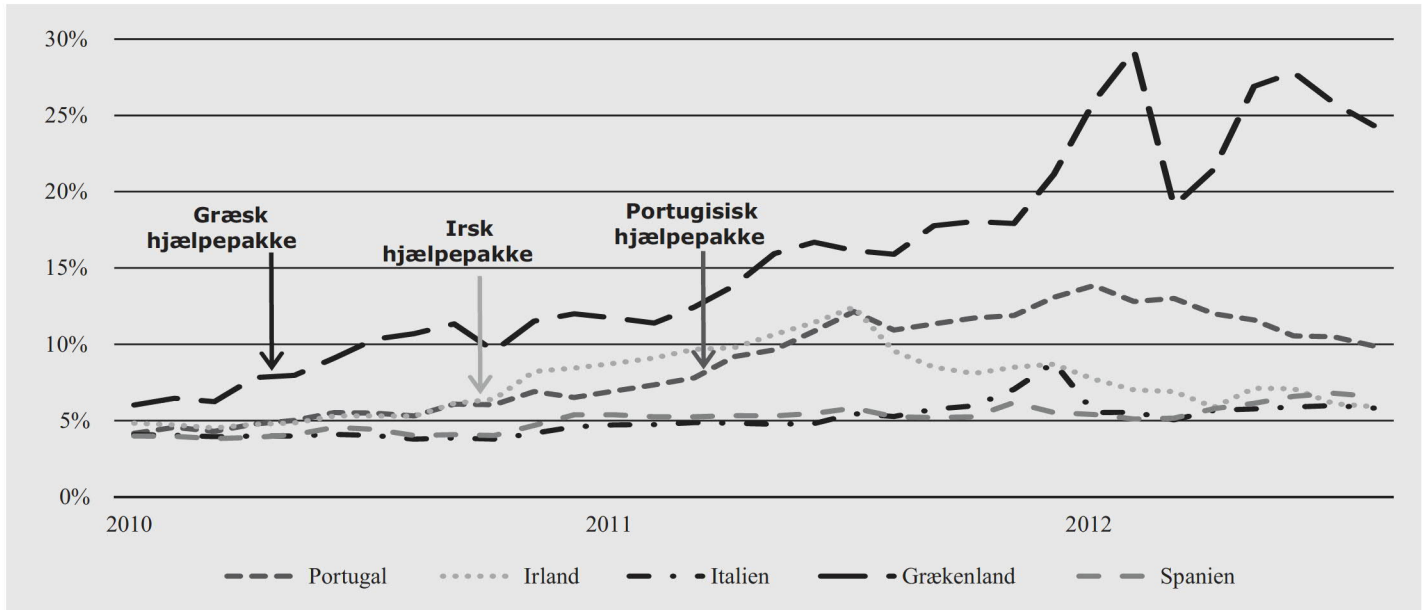
Finansielle variable indeholder real tids information om markedernes opfattelse af den økonomiske udvikling modsat de fleste andre data, der kommer med en betydelig forsinkelse. I min egen afdeling i ECB var vi ansvarlige for at regne baglæns fra de finansielle variable til markedernes forventninger, jf. ECB (2004). Det gav os bl.a. en indsigt i de finansielle markeders forventninger til inflation, vækst samt volatiliteten på de finansielle markeder og i realøkonomien.

ECB's overordnede mål er at sikre prisstabilitet. ECB har defineret prisstabilitet, som en inflation på under, men tæt på, 2 pct. på mellemlangt sigt. En af de vigtigste indikatorer, og en af Trichets (tidligere præsident for ECB) yndlingsindikatorer, der indgår i overvågningen af dette mål, er den såkaldte break-

Figur 8: Break-Even Inflation Rate fra franske statsobligationer, 1999-2012



Kilde: Bloomberg.

**Figur 9: Ti-årige statsobligationsrenter for PIIGS, 2010-2012**

Kilde: Bloomberg.

even inflation. Break-even inflationen er den prisstigning, der vil sikre det samme afkast ved investering i en indeksobligation som ved investering i en tilsvarende obligation, der er påtrykt en nominel rente.

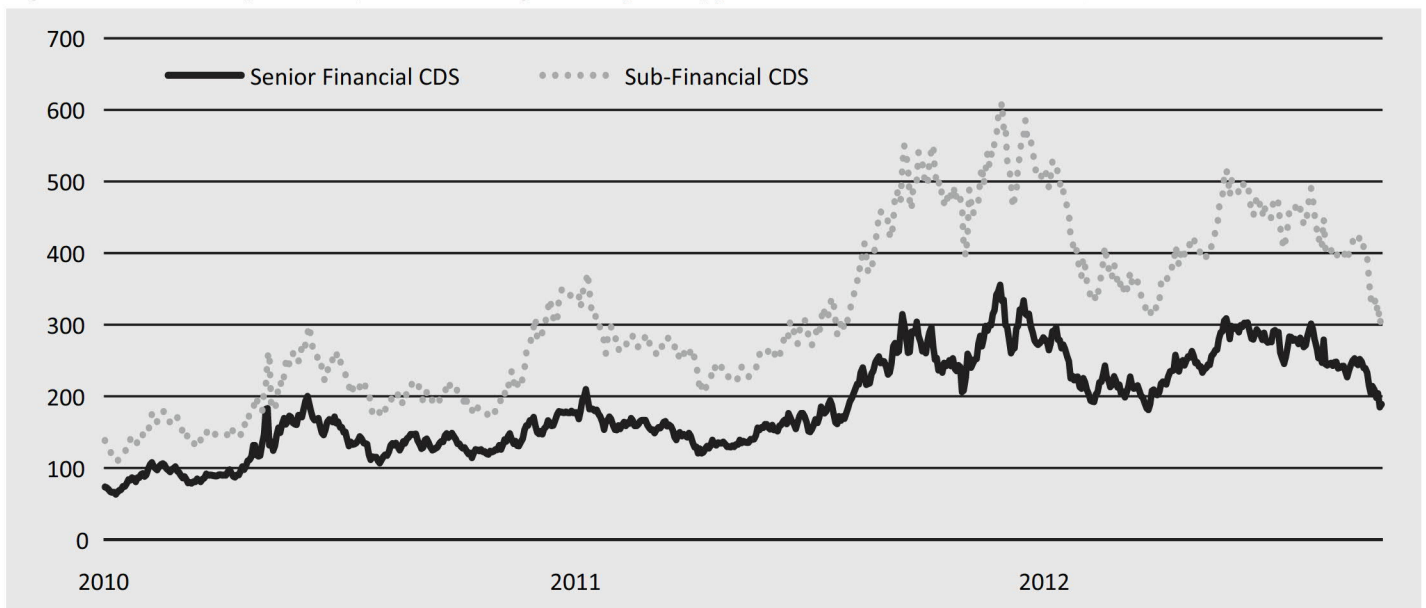
Break-even inflationen har siden ECB's start ligget forholdsvis stabilt og i omegnen af de 2 pct., jf. Figur 8.

For så vidt angår sit hovedformål har ECB således sejret, og nogle vil hævde, at man ikke kan forlange mere. Inflationsforventningerne er lave og stabile.

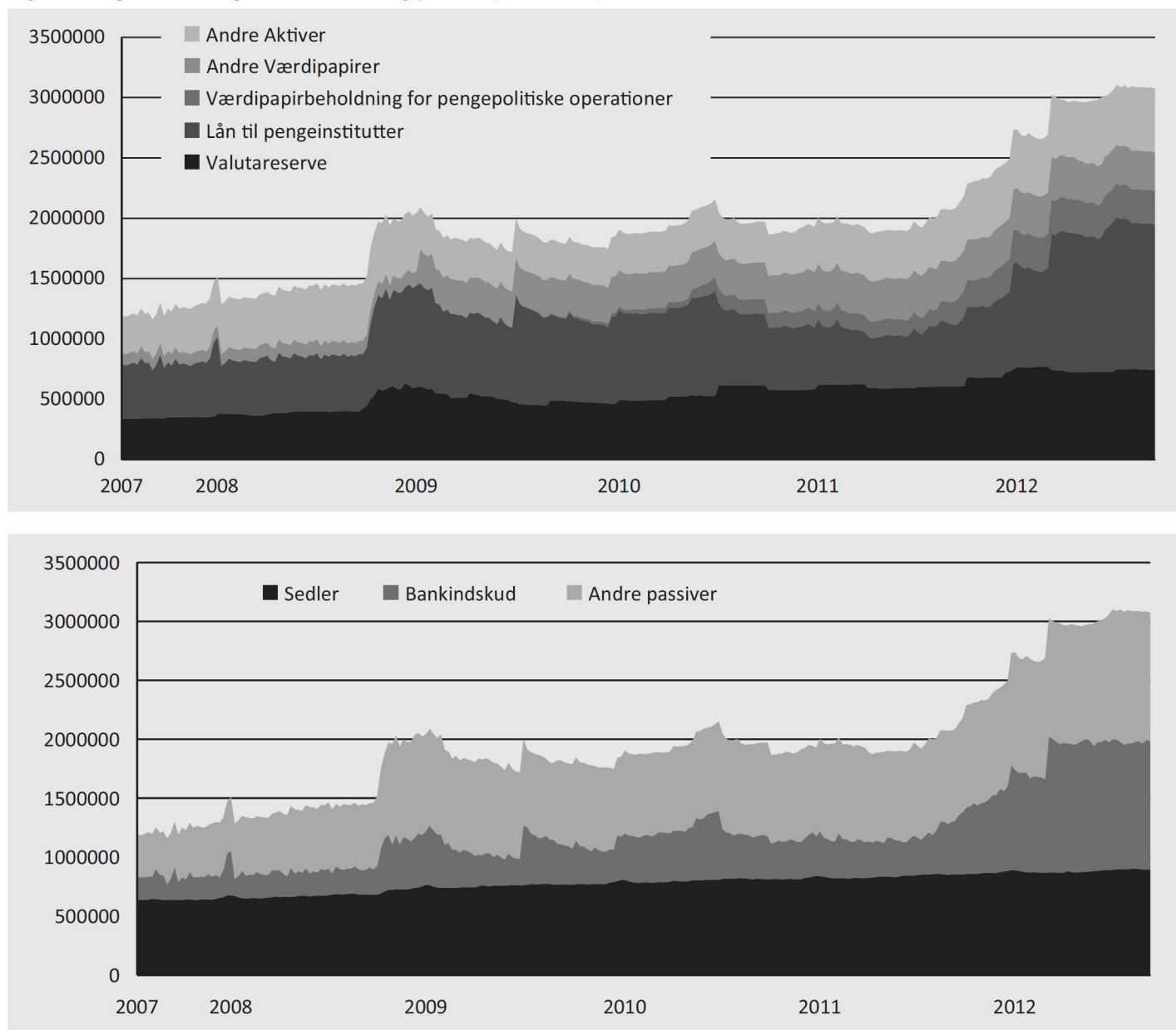
Mantraet i ECB er, at prisstabilitet er det bedste – og eneste – som ECB bør gøre for at sikre økonomisk vækst. Økonomiens vækstrate eller kapacitetsudnyttelse har som input i fastlæggelsen af den pengepolitiske rente kun en berettigelse, fordi den påvirker inflationen.

Inflationsforventningernes stabilitet til trods er alt dog ikke godt i euroland.

I ECB har Draghi givet udtryk for, at stigningen i de korte statsrenter i periferilandene er en indikation på, at markedet

**Figur 10: Kreditrisikopræmien (målt ved 5-årige CDS spreads) på finansielle virksomheder i EU, 2007-2012**

Kilde: Bloomberg.

**Figur 11a og b: Udvikling i ECBs aktiver og passiver, mia. EUR, 2007-2012**

Kilde: ECB

ikke mere så ØMU'en som irreversibel. I markedet har en ti-årig statsobligationsrente på over 7 procent været set som grænsen for, hvornår et land burde gå til IMF/ECB/EU for et hjælpeprogram, jf. Figur 9.

Spanien og Italien har dog begge været oppe over de 7 procent uden at have fået et program.

Prisen for at forsikre sig mod kreditrisiko på finansielle virksomheder i EU har også været stigende gennem perioden, om end meget volatil, jf. Figur 10.

Sammenfattende peger en række finansielle variable på en dysfunktionalitet i de finansielle markeder i Euro-området.

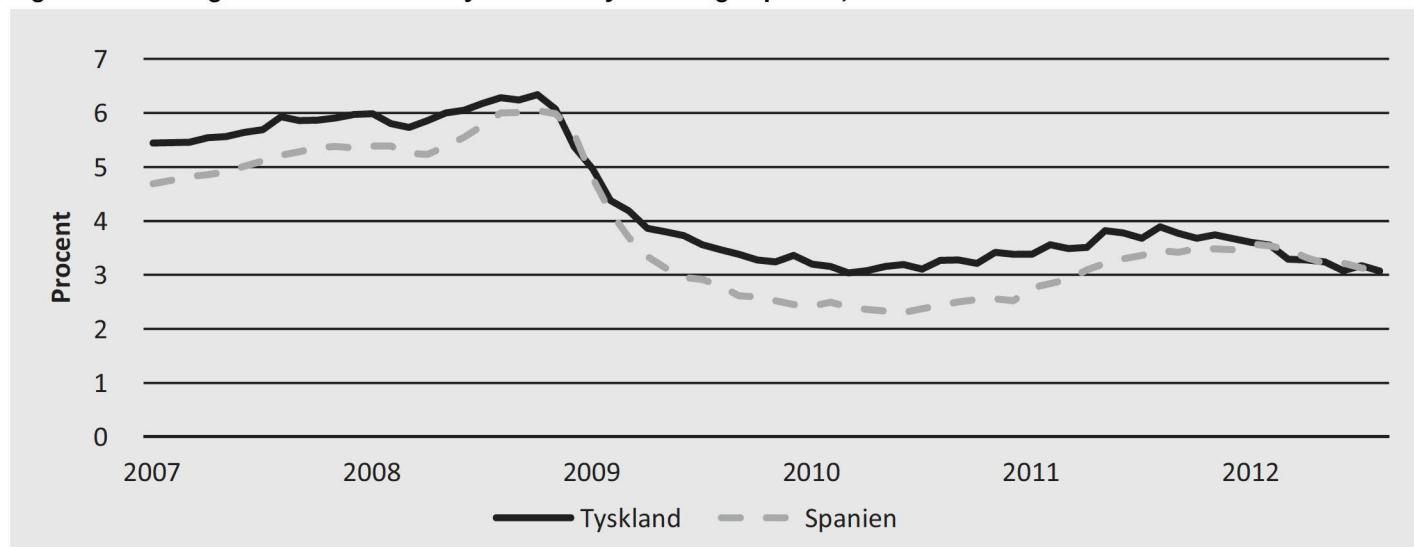
### Fragmentering

Draghi har fremført, bl.a. på ECB's pressekonference i august, 2012, at der er ved at ske en finansiell fragmentering på tværs af Euro området, så der ikke mere er en fælles pengepolitik. Draghi skelner mellem risikopræmier, der kan henføres til kreditforskelle (og likviditet), og risikopræmier, der kan henføres til en frygt for, at ØMU'en ikke er reversibel. Førstnævnte ligger uden for centralbankens mandat, mens sidstnævnte er uacceptable for en centralbank. At afgøre, hvad der er hvad, er dog lidt som at skille koldt og varmt vand.

ECB offentliggjorde i forbindelse med august pressemødet et dokument (ECB (August, 2012)), hvori man fremlagde indikatorer, der understøttede synspunktet om finansiell fragmente-



Figur 12: Udviklingen i rentesatsen for nye huslån i Tyskland og i Spanien, 2007-2012



Kilde: ECB.

ring. ECB viste, hvordan interbank markedet er brækket over. Ingen banker vil låne til bankerne i PIIGS landene. I takt med, at bankerne i PIIGS landene mister funding og pengene flyder mod de stærkere lande, må bankerne i PIIGS landene i stedet finansiere sig i ECB. Som konsekvens vokser ECB's balance, jf. Figur 11a og b.

Bankerne i de stærke lande placerer deres overskudslikviditet i ECB, mens bankerne i PIIGS landene trækker på ECB. Den likviditetsudveksling, der normalt ville have fundet sted mellem bankerne, sker i stedet over ECB's balance.

Mens denne del er ukontroversiel, men ikke uproblematisk, så er det mere uklart, hvad konsekvenserne er for finansieringsforholdene i eurolandene. ECB viser, at renten på lån til små og mellemstore virksomheder har udviklet sig forskelligt i Tyskland og i Spanien. Renteforskellen er p.t. omkring 1,5 pct. point. For store virksomheder vises dog også, at renteforskellen begrænser sig til ca. 0,5 pct. point.

ECB's rentestatistik omfatter 28 forskellige rentesatser, herunder både gennemsnitlige satser på de eksisterende beholdninger og satser på nye lån, og mønstret er noget forskelligt på tværs af rentesatserne. Fx er det ifølge rentestatistikken lidt billigere, at låne til et hus i Spanien end i Tyskland, jf. Figur 12.

I slutningen af juli var tre ud af femten rentesatser på nye udlån lavere i Spanien end i Tyskland, og tre ud af fem satser på beholdningen af eksisterende udlån lavere i Spanien end i Tyskland.

Fire års arbejde i ECB med at analysere rentestatistikken har lært mig, at selv med 28 forskellige satser, så er der tale om meget forskellige kontrakter på tværs af landene inden for de samme kategorier. Tallene skal derfor fortolkes med varsomhed.

Rentesatserne rejser to spørgsmål: Hvorfor er forskellen ikke større, og betyder det, at fragmenteringen primært er et problem i interbank markedet og ikke for husholdninger og virksomheder i Euro området?

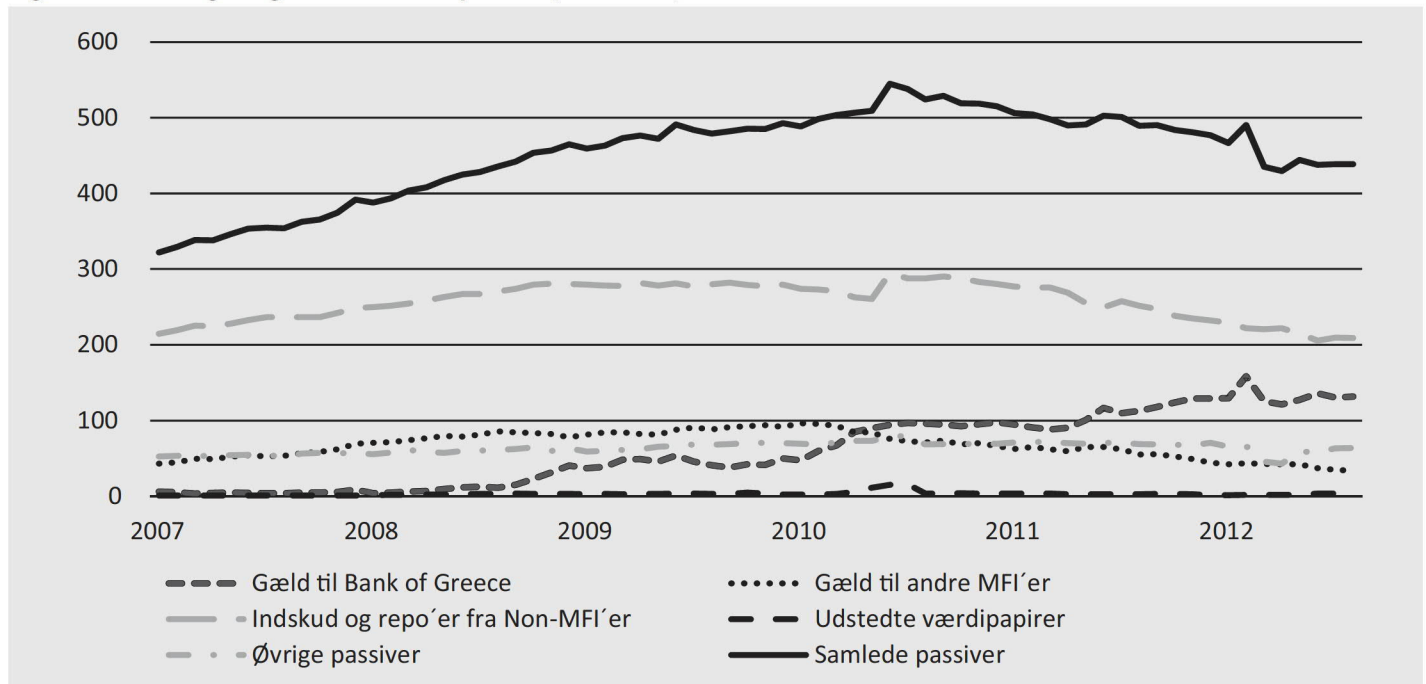
Det første spørgsmål er det nemmeste at svare på. En del af svaret er, at en stor del af bankernes funding er detailfunding, der givet forholdene har vist sig at være en forbløffende stabil og nem at tilfredsstille fundingkilde. En anden del af svaret er, at bankerne har kunnet finansiere sig i ECB til en meget lav rente, og derfor kun i begrænset omfang har mærket de højere fundingomkostninger på markederne.

Fundingsituationen kan illustreres ved at kigge på udviklingen i de græske bankers passiver, jf. Figur 13.

Tre forhold skal fremhæves. For det første så har græske banker tabt 30 pct. af deres indskud, men har stadig 200 mia. Euro tilbage på trods af frygten for redenominering, og at de blev insolvente i forbindelse med nedskrivningen af de græske statsobligationer. For det andet så har de græske banker set et fald i anden privat funding. For det tredje er en del af faldet i finansieringen opvejet af centralbank funding.

Det andet spørgsmål er vanskeligere at svare på. Det er vanskeligere at svare på, fordi renten på fx et banklån ikke er den eneste parameter i forbindelse med et banklån. Det er også vanskeligere at svare på, fordi der er andre finansieringsmuligheder end banklån, der også må indgå i vurderingen af finansieringsforholdene i et land.

ECB's rentestatistik er opdelt efter modpart (fx husholdning eller virksomhed), løbetid/rentefastsættelsesperiode, formål og størrelse på lån. Der kan være store forskelle på andre parametre, som ikke fremgår af opdelingen i rentestatistikken, herunder krav til sikkerheder og kreditkvalitet.

**Figur 13: Udviklingen i græske bankers passiver, mia. EUR, 2007-2012**

Kilde: Bank of Greece.

ECB's Bank Lending Survey, hvis udvikling jeg havde ansvaret for, jf. Berg et al (2004), giver information om, hvordan kreditstandarderne har udviklet sig, inklusive på tværs af landene. Finanskrisen har klart ledt til en stramning af kreditstandarderne, dels pga. forringelsen af kreditkvaliteten, dels pga. begrænsninger på bankernes udlånskapacitet, jf. G. de Bondt et al (2010).

Opstramningen af kreditstandarderne har udviklet sig forskelligt på tværs af landene. De seneste kvartaler har der for Euro området som helhed været en opstramning, men ikke for Tyskland. Opstramningen har til dels været drevet af bankernes kapital, likviditet og finansieringssituation mere generelt.

Hvis kreditstandarderne er strammet relativt mere i et land, fordi kreditrisikoen er steget relativt mere, så er det ikke et problem for den fælles pengepolitik. Det er det, hvis standarderne er strammet, fordi der er begrænsninger på bankernes udlånskapacitet.

Oven i kommer så spørgsmålet om andre finansieringsmuligheder end banklån, herunder mulighederne for at udstede virksomhedsobligationer og aktier. Det vil føre for vidt her at komme ind på, hvordan disse forhold har udviklet sig, og en vurdering heraf er i øvrigt også forbundet med de samme vanskeligheder som en vurdering af bankrenterne.

Den foreløbige konklusion er, at mens det er åbenlyst, at pengemarkedet er fragmenteret, så er omfanget af fragmentering i finansieringsforholdene for husholdninger og virksomheder mindre klart. Rentestatistikken tegner ikke noget entydigt bil-

lede, mens fx Bank Lending Survey peger mere i retning af en fragmentering. ECB's indtræden som finansieringskilde for de klemte banker i PIIGS landene må imidlertid have været en væsentlig faktor i at holde fragmenteringen i ave.

### Institutionens Fald

Draghi's første forsøg, i december 2011, på at stabilisere situationen bestod af en massiv dosis traditionelle centralbank instrumenter, om end strakt længere end tidligere set. Gennem to Long Term Refinancing Operations (LTRO) blev banksystemet tilført over EUR 1000 mia. i tre års penge. Både beløb og løbetid var ekstraordinært, men instrumentet lå inden for rammerne for, hvad en centralbank kan og bør gøre. LTRO gav anledning til en stabilisering, der desværre viste sig midlertidig.

Opskriften på stabilisering synes i skrivende stund at bestå af en fem retters menu, jf. ECB's september pressekonference og ECB (September, 2012). Første ret er tilpasning af den økonomiske politik i de hårdest udsatte lande. Den anden ret er finansiering fra ESFS/ESM og IMF under forudsætning af passende konditionalitet. Den tredje ret, som forudsætter, at man kan spise de første to retter, er, at ECB måske vil gå ind og købe op i det sekundære marked for korte statsobligationer. Dette forudsætter også, at det fra alle de deltagende lande er besluttet at ESM kan købe op i det primære marked for statsobligationer. Endelig er der en fjerde og femte ret bestående af en bankunion og en yderligere bevægelse mod en økonomisk og fiskal union.



**Tabel 1: ECBs programmer for opkøb af stats- og realkreditobligationer**

Program	Indhold	Startdato	Udestående, primo oktober, 2012	Status
Covered Bond Purchase Program 1 og 2	Opkøbe realkreditobligationer i primære og sekundære marked	Juli 2009	EUR 71 mia.	Lukket oktober, 2012
Securities Market Program	Opkøbe statsobligationer i det sekundære marked	Maj 2010	EUR 204 mia.	Lukket
Open Market Transaction	Opkøbe korte statsobligationer i det sekundære marked	September 2012	0	Ej begyndt

Kilde: ECB.

Her skal fokuseres på ECB's opkøb af obligationer.

Det første skridt i den retning blev taget i juli 2009, hvor ECB besluttede at opkøbe realkreditobligationer. Efterfølgende, i maj 2010, indførte ECB Securities Market Program (SMP) mhp. at stabilisere statsobligationsmarkedet. Tabel 1 sammenligner de forskellige opkøbsprogrammer.

Det tredje og foreløbigt sidste skridt er Open Market Transaction (OMT) programmet. Der er ikke sat tal på maksimalt opkøb under OMT. Til gengæld er der heller ikke sat noget mål for, hvilken rente man vil acceptere statsobligationer for de pågældende lande højest må handles til. Endelig er programmet modsat de to tidligere programmer betinget af den nævnte konditionalitet. Sidstnævnte forudsætter deltagelse af IMF, men er dog begrænset til det, som kræves for et såkaldt »precautionary program«, der er den mindst indgribende version af IMF programmer.

Designet af OMT balancerer en række hensyn. ECB viser sin ubegrænsede styrke ved ikke at sætte beløb på den potentielle intervention, men undgår samtidig at stille op til en test heraf ved ikke at sætte mål for rentespænd eller lignende. Moral hazard problemet, manglende økonomisk tilpasning i landet hvis obligationer købes, søges imødegået gennem krav om konditionalitet. Den politiske opbakning fra alle medlemslande søges sikret gennem krav om, at ESM først beslutter, at intervenere i det primære marked, før ECB eventuelt køber op i det sekundære marked.

Der er også mere præsentationsmæssige hensyn. ECB fremhæver således, at opkøbene steriliseres, dvs. at likviditetseffekten neutraliseres; konkret gennem efterfølgende auktioner over modsvarende tidsindskud. Det er lidt af en fiktion, da ECB overlader til pengeinstitutterne selv, hvor meget de vil låne i ECBs regulære udlånsoperationer.

Endelig har ECB's begrænsning af opkøb til det sekundære marked og i den korte ende til formål at trække en streg i sandet i forhold til monetær finansiering af staterne, som er forbudt i traktaten, jf. artikel 123:

#### »Artikel 123

*1. Det er Den Europæiske Centralbank og medlemsstaternes centralbanker, i det følgende benævnt »de nationale centralbanker«, forbudt at give EU-institutioner, -organer, -kontorer og -agenter, centralregeringer, regionale, lokale eller andre offentlige myndigheder, andre organer inden for den offentlige sektor eller offentlige foretagender i medlemsstaterne mulighed for at foretage overtræk eller at yde dem andre former for kreditfaciliteter, og det samme gælder Den Europæiske Centralbanks og de nationale centralbankers køb af gældsinstrumenter direkte fra disse.«*

Man må konstatere, at ECB's seneste initiativ på den korte bane har haft en effekt, i det de spanske og italienske renter faldt efter annonceringen, og i særdeleshed i den korte ende. Spaniens tøven med at indgå et økonomisk program har dog bekræftet bl.a. Bundesbank's værste anelser om, at enhver Euro sendt sydpå udskyder den økonomiske tilpasning.

Man kan spørge, hvorfor ECB ikke i stedet valgte at ekspandere sit covered bond program. Covered bonds ligger et skridt tættere på virksomheder og husholdninger end statsobligationer i den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Dertil kommer, at opkøb af covered bonds kunne have løftet aktiver af bankernes balance med deraf følgende mulighed for at bruge balancetallet til andre formål. Hvis svaret er, at dysfunktionalitetens rod ligger i statsobligationsmarkedet, så havde det været en renere, men utvivlsomt politisk sværere løsning, at overlade opgaven fuldt ud til politikerne og EFSF/ESM.

#### Konklusion

Nød har endnu engang ledt til brud på love. Tidskonsistens har vist sig at være en svær ting i relation til reglerne, der skulle holde statsfinanserne i kort snor.

Det var dog næppe markedernes forventning til, at lande med problemer ville blive samlet op, der holdt rentespændene nede før finanskrisen. Markederne forudså ikke finanskrisen og statsgældskrise. De var i godt selskab.



Da frygten opstod, gik det imidlertid stærkt. Lande med fiskale problemer og betalingsbalanceproblemer, som samtidig var medlem af ØMU'en, oplevede, at rentestigninger kunne være starten på en negativ spiral.

De finansielle markeder var og er trygge ved ECB's opfyldelse af sit hovedmål, prisstabilitet. De fleste andre finansielle indikatorer peger modsat på en grundlæggende dysfunktionalitet.

Dysfunktionaliteten viser sig også på pengemarkedet, hvor ingen vil låne til bankerne i PIIGS landene, selvom likvidite-

ten hober sig op på ECB's balance. Det er derimod mindre entydigt, hvor meget fragmenteringen slår igennem på bankrenterne og finansieringsforholdene for husholdninger og virksomheder.

Der har været mange forsøg på at dæmme op for krisen. Det seneste forsøg indeholder en række vidtgående initiativer, herunder endnu et brud på nogle af de fundamentale principper for ØMU'en. Efter finansernes og staternes fald kommer måske institutionernes fald.

## Litteratur

J. Berg og M. Bech, *Finansernes Fald*, Gyldendal, København, 2009.  
J. Berg et al, The bank lending survey for the euro area, ECB, Frankfurt, *Occasional Paper Series*, 2005.  
B. Bernanke, *Essays on the great Depression*, Princeton University Press, 2004.  
O. Blanchard, *Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal*, MIT, Boston, 2007.  
K. Bernoth et al, Sovereign Risk Premia in the

European Government Bond Market, ECB, Frankfurt, *WP No. 369*, 2004.  
G. de Bondt et al, The Euro Area Bank Lending Survey Matters Empirical Evidence for Credit and Output Growth, ECB, Frankfurt, *WP No. 1160*, 2010.  
ECB, Extracting Information from Financial Asset Prices, ECB, Frankfurt, *Monthly Bulletin*, November, 2004.  
ECB, *Indicators of Market Fragmentation*, ECB, Frankfurt, 2. August, 2012.

ECB, *Technical features of Outright Monetary Transactions*, ECB, Frankfurt, 6. September, 2012.  
O. Issing et al, *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*, ECB, Frankfurt, 2003.  
F. Packer and N. Tarashev, Rating Methodologies for Banks (June 6, 2011), *BIS Quarterly Review*, 2011.  
C. Reinhart & K. Rogoff, *This Time is Different*, Princeton University Press, 2009.