

Danmark og eurolandenes bankunion

Af Thomas Barnebeck Andersen, professor i økonomi, SDU

Lettere revideret udgave af indlæg trykt på finans.dk den 23/6-2015

Det Økonomiske Råd (DØR) vurderer i deres seneste rapport, at det er fordelagtigt for Danmark at deltage i eurolandenes bankunion, hvis en række endnu ikke fastlagte forhold udformes fornuftigt. Anbefalingen hviler ikke på ét enkelt punkt, men det "overvejende" argument for deltagelse er *forsikringselementet*, der (via en påtænkt fællesstatslig bagstopper) vil muliggøre deling af omkostningerne ved større bankkriser med eurolandene. Ifølge DØR er det værdifuldt, eftersom en bankkrise kan true statens solvens. Denne kommentar diskuterer relevansen af argumentet for den danske debat om deltagelse i eurolandenes bankunion.

Den finansielle krise i 2007/08 tvang regeringer verden over til at redde deres banksystemer fra kollaps og til at stimulere deres økonomier med store vækstpakker. Konsekvensen af disse tiltag var, at landenes statsgæld steg markant. I eurozonen udviklede det sig til en statsgældskrise, og DØR (side 187) fremhæver krisen i eurozonen som et konkret eksempel på en bankkrise, hvor statens solvens trues. Men det er vigtigt at understrege, at den type af krise, vi så i eurozonen, ikke kan forekomme i et land som Danmark.

Eurolande udsteder statsobligationer i en valuta (euro), de ikke selv kontrollerer. Det betyder, at de hver for sig ikke kan garantere, at der er tilstrækkelig likviditet til at understøtte obligationsmarkedet. En stats passiver (primært statsobligationer) er likvide, mens dens aktiver er illikvide. I fraværet af en såkaldt 'lender of last resort' (LLR), som garanterer likviditeten i statsgældsmarkedet, er en stat derfor sårbar over for (selvopfyldende) likviditetskriser: Hvis investorerne (ubegrundet) tror, at et euroland vil misligholde sine betalingsforpligtigelser, så vil de sælge ud af deres beholdning af eurolandets statsobligationer. Det betyder, at renten stiger samtidigt med, at likviditet strømmer ud af statsgældsmarkedet. Statsgælden skal derfor refinansieres til en højere rente, hvilket skaber pres på de offentlige finanser og øger presset på renten yderligere, etc. Hvis investorerne tror, at processen er tilpas voldsom og langvarig, vil eurolandet opleve en likviditetskrise.

I eurozonen var der ydermere den kompleksitet, at nationale banker sad med store beholdninger af nationale statsobligationer. Det skabte en farlig gensidig afhængighed mellem banker og stater. Når bankernes kapital svinder som følge af tab på statsobligationer, reducerer de deres udlån, hvilket svækker økonomien, de offentlige finanser, bankernes kapital, og sådan kører det videre i en nedadgående spiral. I eurozonen stoppede den negative spiral først, da den europæiske centralbank (alt for sent) tog LLR opgaven i statsgældsmarkedet på sig og garanterede at holde hånden under eurozonens statsobligationer.

At eliminere muligheden for sådanne krisedynamikker var den bagvedliggende årsag til, at eurolandene lancerede en (p.t. ufuldstændig) bankunion. Forsikringselementet skal (som

DØR betoner) sikre, at landene deler omkostningerne ved bankriser, hvilket i en valutaunion modvirker (selvopfyldende) likviditetskriser.

Situationen er fundamentalt anderledes i et såkaldt 'stand-alone' land, der udsteder statsobligationer i sin egen valuta, og hvor centralbanken kan købe obligationer *uden restriktioner*. I kølvandet på finanskrisen steg statsgælden fx meget hurtigere i Storbritannien (et stand-alone land) end i eurozonen. Den initiale bankkrise i Storbritannien (som har en af de største finansielle sektorer, absolut såvel som relativt) var altså meget voldsommere end i eurozonen. Alligevel bevarede investorerne tilliden til britiske statsobligationer. Hvorfor?

Årsagen er, at Storbritannien ikke kan tvinges ud i en likviditetskrise som den i eurozonen. Hvis renten på statsobligationer stiger så meget, at briterne ikke kan refinansiere gælden, så vil den engelske centralbank agere LLR i statsgældsmarkedet og opkøbe obligationer. For briterne er forsikringselementet dermed reelt uden betydning i forhold til den type af statsgældskrise, vi så i eurozonen.

Det samme gælder for Danmark, som jo udsteder statsobligationer i kroner. Danmark fører selvfølgelig en fastkurspolitik, som lægger visse restriktioner på vores handlefrihed. Men under en krise vil LLR funktionen ikke lede til inflation og dermed true fastkurspolitikken. Det skyldes, at under en likviditetskrise vil bankerne akkumulere likviditet; de vil ikke øge kreditgivningen.

Er forsikringselement i eurolandenes bankunion da fuldkommen irrelevant for Danmark? Det afhænger af sandsynligheden for en nedsmeltning af systemiske danske pengeinstitutter, som kan true statens solvens. Jeg mener, at sandsynligheden for dette scenarie er forsvindende lille. For det første afhænger omkostningerne ved bankriser af myndighedernes reaktion, og her har ratingbureauerne fuld tillid til de danske myndigheder. For det andet var den gennemsnitlige (median) stigning i den offentlige gæld (% af BNP) som følge af bankriser over perioden 1970-2011 21.4%-point i OECD, mens IMF vurderer, at Danmarks gæld kan stige mere end 70%-point og stadigvæk betragtes som værende fuldstændig sikker. Endelig vurderer finansmarkederne (baseret på CDS-spænd), at sandsynligheden for en dansk statsgældskrise i løbet af det næste år kun er 0.1%-point højere end for klassens evige duks: oliemilliardæren Norge. Finansmarkederne betragter med andre ord en dansk statsgældskrise som (tæt på) utænkelig.

Sunde offentlige finanser, som er garanteret af budgetloven, sikrer den offentlige sektors solvens mod finansielle kriser. Forsikringselementet er derfor ikke et (praktisk) relevant argument for dansk deltagelse i eurolandenes bankunion.