

“Da der var fuld beskæftigelse og pres på arbejdsmarkedet, blev der iværksat adskillige foranstaltninger med det sigte at øge arbejdsudbuddet: Fjernelse eller lempelse af overarbejdsgrænser, tiltrækning af ny arbejdskraft gennem større muligheder for deltidsarbejde, udbygning af daginstitutioner etc., tilskyndelse til senere tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet, revalidering og 'import' af fremmed arbejdskraft etc. Det er på baggrund af de nuværende beskæftigelsesproblemer for så vidt fuldt konsekvent at rejse spørgsmålet om en reduktion af arbejdsudbuddet gennem eksempelvis arbejdstidsforkortelse som et middel mod arbejdsløsheden.”

Fra kapitlet “Nedsættelse af arbejdstiden i samfundsøkonomisk perspektiv”, Dansk Økonomi, maj 1982



Banker og stater:

Et farligt afhængighedsforhold indenfor Eurozonen

Af Jesper Rangvid¹

Perioden efter den finansielle og økonomiske krise i 2008/09 har tydeliggjort, at banker og stater kan blive mere afhængige af hinanden, end godt er. Inden krisen voksede udlån i f.eks. Irland og Spanien (og Danmark for den sags skyld) kraftigt, hvilket understøttede den økonomiske udvikling. Voldsomt stigende udlån har historisk vist sig at have tendens til at blive efterfulgt af finansielle og økonomiske kriser. Lande med kraftigt voksende banksektorer inden krisen har – således måske ikke så overraskende – set sig nødsaget til at “redde” deres banksektorer efter krisen. Det har ført til tab af kreditværdighed for staterne. Det diskuteres aktuelt på EU/eurozone-niveau, hvordan man kan bryde afhængighedsforholdet mellem stater og banker. Forslagene involverer euroobligationer og en bankunion og vil præge det fremtidige samarbejde i Eurozonen. Nogle af forholdene vil kræve stillingtagen fra dansk side.

Det Økonomiske Råd fejrer i år dets grundlæggelse i 1962. Det Europæiske Kul- og Stålfællesskab, første fase på vejen mod den Europæiske Union, blev dannet cirka 10 år før Det Økonomiske Råd, i 1951. Danmark tilslutter sig EU i 1973.

En milepæl i det europæiske samarbejde blev nået med euroens indførelse i 11 lande i 1999 og i Grækenland i 2001. I dag benyttes euroen i 17 lande. Indførelsen af euroen var på mange måder den foreløbige “krone på værket” i det europæiske integrationsprojekt. Som bekendt er Danmark ikke med i eurozonen.

¹ Professor ved Copenhagen Business School.



Euroens indførelse står centralt i den europæiske historie. Ligeledes centralt står dog, at eurosamarbejdet i dag befinder sig i sin hidtil mest udfordrede position. Eurozonens udfordringer bundet i en diskussion om, hvordan man bedst håndterer pres på kreditværdigheden i visse lande, som har set deres renter stige kraftigt efter den finansielle og økonomiske krise i 2008/09. Én årsag til at nogle lande er kommet under pres er, at banksektoren i disse lande er kommet under pres, og er blevet “reddet” af staten. Det har sat staten selv under pres. Et afhængighedsforhold er derfor opstået mellem banker og stater. Den fremtidige udvikling i eurozonen vil ikke mindst blive påvirket af måden, man beslutter at tackle dette afhængighedsforhold på.

I dette kapitel beskrives, hvordan historien har vist, at den finansielle sektor er vigtig for den økonomiske udvikling på godt og ondt. Dernæst beskrives afhængighedsforholdet mellem banker og stater. Endelig diskuteres forskellige måder at løse op for dette afhængighedsforhold i EU-/eurozoneregiet.

Den finansielle sektor og makroøkonomien

Megen forskning har fundet belæg for, at der er en positiv sammenhæng mellem finansiell udvikling og økonomisk vækst; se Levine (2005). I de senere par år er den overordnede konklusion om en kausal effekt fra finansiell udvikling til økonomisk vækst blevet perspektiveret. For det første tyder det på, at sammenhængen er ikke-lineær: Der er en positiv sammenhæng, men kun op til en vis størrelse af den finansielle sektor, hvorefter sammenhængen enten flader ud eller ligefrem bliver negativ; se Arcand, Berkes & Panizza (2012) og Cecchetti & Kharroubi (2012). Derudover er recessioner, der følger finansielle kriser både dybere og længerevarende end andre recessioner. Perioden efter den finansielle krise i 2008 illustrerer dette med al tydelighed: Væksten har været svær at få tilbage, og mange lande kæmper her fire år efter krisen stadig med høj arbejdsløshed og gæld. Det er samfundsøkonomisk byrdefyldt, men burde måske egentlig ikke overraske i lyset af den økonomiske historie.

Det er frustrerende, når den økonomiske vækst ikke er tilfredsstillende efter en finansiell krise. På samme tid illustrerer det dog igen vigtigheden af den finansielle sektor for den økonomiske udvikling: Når den finan-

sielle sektor er i problemer, som efter en finansiel krise, kan den ikke tilvejebringe den nødvendige kredit, der skal til for at understøtte den økonomiske genopretning. Skal der ske en genopretning af den økonomiske vækst, er det således vigtigt, at den finansielle sektor bliver bragt i en situation, hvor den kan understøtte behovet for kredit til investeringer og langsigtede forbrugsbeslutninger.

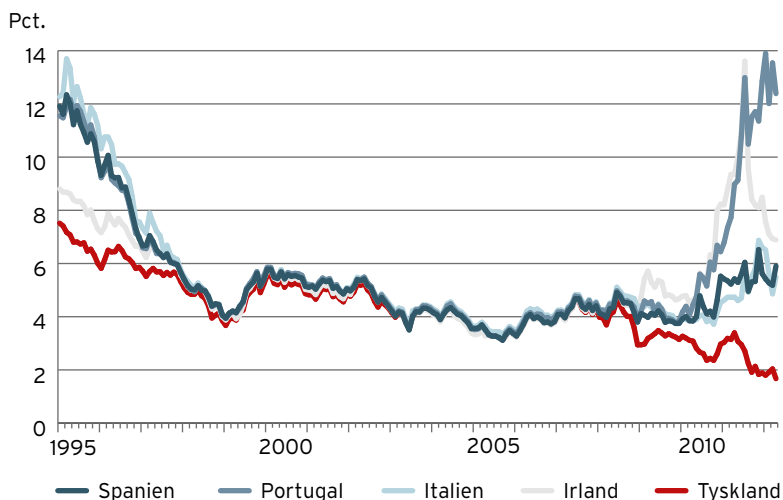
Udlånsvækst i Europa op til krisen

Årene inden finanskrisen (2003-2008) var generelt præget af økonomisk fremgang. Denne fremgang var i nogle lande ledsaget af en voldsom stigning i udlån fra den finansielle sektor. Lane & McQuade (2012) viser, at mængden af kredit ift. BNP nærmest blev fordoblet i lande som Irland og Spanien gennem perioden 2003-2008, dvs. på bare 5 år.² Denne voldsomme stigning i udlån fra den finansielle sektor var drevet af, og drev selv, en kraftig stigning i boligpriserne. Det er således påfaldende, at Irland, Island, Spanien og Danmark hører til blandt de lande, hvor huspriserne steg kraftigst gennem perioden 2003-2008.

Én af de bagvedliggende årsager til den voldsomme stigning i udlånet skal findes i rentekonvergen, der fandt sted mellem eurolandene omkring euroens indførelse. I januar 1995, altså 4 år inden euroens indførelse, var den spanske 10-årige statsobligationsrente omkring 12 pct.. Den tyske var omkring 7,5 pct., altså en renteforskel på 4,5 pct.-point; se figur 1. Ved euroens indførelse i januar 1999 var den spanske rente omkring 4 pct., mens den tyske var 0,3-0,4 pct.-point lavere, dvs. renteforskellen var næsten udlignet. Det samme billede findes i Italien, Portugal, Grækenland og, om end i mindre grad, Irland. Med andre ord faldt renterne i de sydeuropæiske lande hurtigere end i de nordeuropæiske lande, og det kraftige rentefald medvirkede til at skabe et udlånsboom. Selvom sammenhængen ikke er én-til-én – f.eks. falder renterne i Italien stort set lige så meget som i Spanien, mens udlånsstigningen ift. BNP var næsten 3 gange højere i Spanien end i Italien – er det omvendt nærliggende, at denne rentekonvergen har været med til at drive udlånet i vejret. Med andre ord medvirkede indførelsen af euroen som

² Listen over hvor hurtigt mængden af kredit ift. BNP voksede i forskellige lande i årene 2003-2008 topes af Island; se Lane & McQuade (2012). Dernæst kommer Irland og Spanien. Danmark kommer flot ind på en fjerdeplads.

Figur 1. Renteudvikling på 10-årige statsobligationer. Januar 1995 – august 2012



en katalysator for en voldsom ekspansion i den finansielle sektor i visse eurozonelande.

Voldsom vækst i udlån har ofte vist sig at være et signal om fremtidige finansielle kriser; se Schularick & Taylor (2012) og Gourinchas & Obstfeld (2012). I tråd hermed har der været finansielle kriser og efterfølgende dybe recessioner i flere eurolande efter 2008. Bemærkelsesværdigt er det, at disse kriser har medført statsfinansielle problemer. Således viser figur 1 også, hvordan renteforskelle er blevet udvidet landene imellem efter 2008. På en måde kan perioden fra 1999 til 2008 således karakteriseres som “stilhed før stormen”: Renterne var ens på tværs af eurozonelandene, selvom de underliggende økonomiske og finansielle strukturer var forskellige. Efter 2008 er de finansielle markeder igen begyndt at indprise sådanne forskelle.



Sammenhæng mellem banker og stater: Eksempler

135

Sammenhængen mellem de finansielle institutioner og muligheden for, at staten kan finansiere sig til rimelige renter blev første gang tydeliggjort i Irlands tilfælde.

Irland var inden finanskrisen et land med lav offentlig gæld. ØMU-gælden var bare 25 pct. af BNP i 2007; et af de laveste niveauer i eurozonen. Problemerne i de irske banker ændrede på det forhold. De irske banker kom under pres i 2008. For at afhjælpe dette pres garanterede den irske regering indskud i de irske banker i slutningen af september 2008. Senere skød regeringen kapital ind i bankerne. Til sidst blev flere store banker helt eller delvist nationaliseret. Omkostningerne forbundet med disse redningsaktioner var store: underskuddet på det irske offentlige budget var 31 pct. af BNP i 2010. Den irske ØMU-gæld er således vokset fra førømtalte 25 pct. af BNP i 2007 til 108 pct. af BNP i 2011, og Irland er dermed i dag et af de mest forgældede lande i eurozonen.

I slutningen af 2010 accepterede Irland, at det ikke længere var muligt at finansiere sig på markedet. Irland modtog derfor en "hjælpepakke" fra eurozonelandene og IMF, hvortil Danmark også bidrog. Irland var således det første euroland, hvor problemerne i banksektoren direkte medførte problemer for den irske stat.

Efterfølgende har Spanien oplevet problemer af samme type. Boligboblen i Spanien inden krisen har medført, at de spanske banker har fået store tab ikke mindst på deres udlån til ejendomssektoren. En del banker har ikke kunnet overleve uden kapitalindsprøjtninger. Da det ikke har været muligt at rejse kapitalen på de private markeder, er den spanske stat trådt til. Omkostningerne forbundet med redningen af de spanske banker frygtes af markedet at blive så store, at de kan føre til statsfinansielle problemer. Spaniens kreditværdighed er derfor kommet under pres, med stigende renter til følge; se igen figur 1. Med andre ord, Spanien er et andet eksempel på et eurozoneland, hvor problemer i den finansielle sektor har ført til statsfinansielle problemer.³

Grækenland er et tredje, om end lidt anderledes, eksempel. De græske banker har lidt tab på udlån som følge af den voldsomme recession i

³ Island er et land udenfor eurozonen, der har oplevet samme type af problemer.



Grækenland. Men græske banker har også lidt tab som følge af den græske stats problemer. Værditab på de græske statsobligationer har medført værditab på de græske bankers beholdninger af græske statsobligationer. Problemerne i de græske banker har derfor krævet offentligt kapitalindskud, hvilket igen øger den græske gæld.

Sammenhæng mellem banker og stater: "Teori"

Der kan således opstå negative feedback loops mellem bankers og staters kreditværdighed: Når banker kommer i problemer, kan det medføre problemer for statens kreditværdighed, da staten enten udsteder direkte garantier eller laver kapitalindsprøjtninger i bankerne. Omvendt når statens kreditværdighed forringes, sætter det sig i bankers kreditpræmier, da tilliden til at staten kan hjælpe dets banker formindskes. Det gør det dyrere for banker og stater at funde sig, og sænker som resultat af ikke mindst de højere renter væksten i samfundet. Den lavere vækst fører til lavere skatteindtægter for staten og tab på udlån hos banker. Det sidste sænker kreditværdigheden hos banker yderligere. Den dårligere kreditværdighed gør det mere sandsynligt, at banksektoren skal have hjælp fra staten, hvilket belaster statens kreditværdighed yderligere. En negativ spiral er i gang. Archarya, Drechsler & Schnabl (2012a) modellerer denne negative feedback loop, og undersøger den empirisk.

Den negative feedback loop mellem stater og banker kan blive forstærket af værditab på bankers beholdninger af statsobligationer. Værditabet på statsobligationer kan i sig selv skyldes en øget sandsynlighed for behov for statshjælp til banksektoren, da den vil belaste statsbudgettet, som i eksemplet Irland. Holder landets banker større mængder statsobligationer, vil bankerne komme mere under pres, og det sætter igen statsobligationerne endnu mere under pres Archarya, Drechsler & Schnabl (2012b) finder empirisk belæg for, at denne negative spiral er stærkere for banker, der holder mange statsobligationer. Archarya, Drechsler & Schnabl (2012b) viser, at de 91 største europæiske banker i gennemsnit holdt 60 pct. af deres hjemlands statsobligationer i 2010. Græske banker topper listen; græske banker holdt i 2010 ca. 90 pct. af de udestående græske statsobligationer. Næst på listen kommer spanske, italienske, irske og portugisiske banker.

Men hvorfor holder banker så mange af dets eget lands statsobligationer, når det kan øge det negative afhængighedsforhold mellem banker og stater? Én årsag er, at statsobligationer anses for risikofrie i bankers opgørelse af deres kapitalbehov, hvilket, alt andet lige, gør statsobligationer relativt mere attraktive. Dette gør sig især gældende i krisetider, hvor kapitalvægtene på andre aktiver stiger. Derudover skal banker bruge sikre aktiver i deres likviditetsoperationer med centralbanker. Alt i alt kan der således være institutionelle forhold, der gør det mere attraktivt for banker at holde statsobligationer, udover en ren afkast-risiko betragtning. Reinhart (2012) beskriver, hvordan stater gennem tiderne har gjort tiltag, der øger efterspørgslen efter statsobligationer i perioder med høj offentlig gæld.

Man kan overordnet spørge, hvorfor det er relevant at beskæftige sig med problemstillingen fra EU's side. Med andre ord: Er problemerne i f.eks. Spaniens banker ikke bare langt hen af vejen et traditionelt problem omkring solvens, som følge af store tab på udlån til den spanske ejendomssektor. Hvorfor skulle det være af betydning for andre eurozonelande? Problemet er, at den europæiske banksektor er blevet mere integreret og forbundet på tværs af eurozonelandene. Faktisk har denne integration været et politisk mål qua Det Indre Marked for Finansielle Tjenester og de konkurrence- og effektivitetsargumenter, der kan gives for et sådant indre marked. Integration betyder dog omvendt også, at hvis der opstår tvivl om f.eks. den spanske stats muligheder for at hjælpe den spanske banksektor, og dette påvirker den spanske banksektor negativt, kan det i sig selv påvirke andre landes banker qua deres eksponering mod spanske banker. Af denne årsag kan det blive et bredere europæisk problem, når ét lands banker får problemer.

Euroobligationer

Der er på det fælleseuropæiske plan megen fokus på, at båndet mellem stater og banker skal brydes. Overordnet kan man gå to veje: Man kan (i) gøre statsobligationer mindre afhængige af det enkelte lands gældsposition via udstedelse af obligationer med fælles hæftelse, såkaldte euroobligationer, og man kan (ii) gøre banker mindre afhængige af enkelte lande. Begge dele vil reducere bankers afhængighed af stater og stateres eksponering mod dets banker.

Euroobligationer er gældsinstrumenter som eurozonelandene i fællesskab hæfter for, dvs. statsobligationer, eller kombinationer af statsobligationer, som alle eurozonelandene garanterer tilbagebetalingen af. Den fælles hæftelse vil gøre obligationerne mindre sårbare overfor udviklingen i et enkelt land og dermed ligeledes gøre banker mindre sårbare overfor udviklingen i et enkelt lands kreditværdighed.

Der er lanceret forskellige forslag til euroobligationer. Det første forslag, der fik større opmærksomhed var Delpla & von Weizsäckers (2010) forslag om såkaldte "blå-røde obligationer". Forslagets centrale idé er, at et land kan finansiere en del (f.eks. op til 60 pct. af BNP) af sin statsgæld via obligationer, som eurozonelandene i fællesskab hæfter for (den "blå" del), mens den del af et lands gæld, der overstiger 60 pct. af BNP finansieres via obligationer som landet alene hæfter for (den "røde" del). Landene accepterer også at betale afdrag og renter på den blå del først. Den røde del bliver således junior i landets obligationsstruktur. Da der er fælles hæftelse for de første 60 pct. af landenes statsgæld, må den blå gæld ikke udgøre mere end 60 pct. af statens samlede gæld, og da denne del er senior, vil renterne på disse "blå" obligationer blive lave. Samtidig vil de blå obligationer ikke blive voldsomt påvirket, hvis et land kommer i statsfinansielle problemer, da de andre lande hæfter for obligationerne og derved sørger for, at obligationsejerne holdes skadesløse. Det medfører, at banker, der primært holder blå obligationer vil få brudt afhængighedsforholdet til dets hjemlands kreditværdighed. Og staten vil få brudt afhængighedsforholdet til landets banker, da renten på de blå obligationer ikke vil blive voldsomt påvirket af situationen i ét land og dermed heller ikke af banksektoren i ét land. Da de røde obligationer er mere risikable, vil renten på disse blive højere. Det vil samtidig give regeringer incitamentet til at holde deres gæld indenfor grænsen på 60 pct.

Det Økonomiske Råd i Tyskland (GCEE, 2012) har foreslået det nærmest modsatte af "blå-rød" forslaget. I stedet for at den del af eurozonelandenes gæld, der ligger under 60 pct. af BNP gøres fælles, foreslår de at gøre den del, der overstiger 60 pct. af et lands gæld fælles. Det skal ske ved, at gæld over 60 pct. af BNP overføres til en fælles fond (European Redemption Fund), som landene hæfter fælles for. De enkelte lande lover tilbagebetaling af deres indskudte gæld over en 25-årig periode, og denne tilbagebetaling er senior. Gælden under 60 pct. af BNP serviceres af obligationer udstedt af landene selv. GCEE fremfører, at en fordel ved



deres forslag er, at det er tidsbegrænset og sikrer, at lande, der har højere gæld end 60 pct. af BNP ikke oplever voldsomme rentestigninger på denne del af gælden, som vil være tilfældet under blå-rød obligationer forslaget.

Et alternativt forslag er lanceret af Euro-nomics-gruppen (2011). Idéen går på, at landene vedbliver at udstede deres egne statsobligationer, men at disse bliver poollet i en gruppe af obligationer og delt ind i trancer: en seniortranche (European Safe Bonds) og en juniortranche. Skulle der komme misligholdelse fra nogle af landene på deres gæld, er seniortranchen sikret betaling først, dvs. juniortranchen bliver den mest usikre. Budskabet er igen, at hvis banker holder seniortranchen, holder de sikre obligationer, der ikke er specielt påvirket af om et enkelt land kommer i problemer. Og renten, staten skal betale, vil blive frigjort fra landets bankers kreditværdighed.

Varianter af disse forskellige forslag er ligeledes blevet introduceret. EU kommissionen lancerede i november 2011 et "Green Paper", der diskuterer fordele og ulemper ved forskellige former for Euroobligationer (EU-kommissionen benytter ikke betegnelsen Eurobonds, men forklarer, at man i modsætning til diskussionen i resten af Europa, hvor disse obligationer konsekvent kaldes Eurobonds, hellere vil signalere, at de skal skabe stabilitet og derfor kalder dem "Stability Bonds").

Man kan forestille sig mange fordele ved Euroobligationer. For det første bryder de som nævnt båndet mellem et lands regering og dets banker. Derudover vil de blive udstedt i store serier, hvorved obligationerne vil få høj likviditet. Dette sænker likviditetspræmien og vil i sig selv trække mod lavere renter. Endelig vil obligationerne sikre et ensartet renteniveau på tværs af Eurolandene og derved nedbringe renteniveauet i visse lande.

Der er dog samtidig store udfordringer, der skal overvindes før Euroobligationer kan introduceres. De facto overføres kreditværdigheden fra kreditværdige lande (læs: Tyskland) til mindre kreditværdige lande. Det vil komme de mindre kreditværdige lande til gode, men omvendt potentielt medføre omkostninger for de mere kreditværdige lande. Man kan også frygte, at reformpresset vil aftage i mindre kreditværdige lande, hvis de



får sænket deres renteniveau markant via indførelse af Euroobligationer. Det må derfor forudses, at selvom visse af forslagene til indførelse af Euroobligationer vil kunne foregå forholdsvis hurtigt og sandsynligvis uden behov for traktatændringer, er euroobligationer nok ikke nært forestående. Kreditværdige lande vil kræve sikkerhed for, at mindre kreditværdige lande ikke benytter fælles gældshæftelse som sovepude mod at indføre upopulære, men nødvendige reformer. Omvendt er det samtidig ganske realistisk, og kan ses som en naturlig forlængelse af den økonomiske integration i Eurozonen, at der en dag ude i fremtiden kommer fælles obligationsudstedelse i en eller anden form.

Bankunion

En alternativ, eller måske komplementerende, vej at gå for at bryde båndet mellem banker og stater er via en bankunion. En bankunion siges normalt at bestå af fire dele: fælles banktilsyn, fælles regler, fælles indskydergaranti og fælles afviklingsmekanisme.

Debatten er intens i disse tider, og der foregår mange og lange diskussioner om hver enkelt af de fire listede punkter. Den begrænsede plads her giver ikke mulighed for en sådan dybere debat. Der skal derfor her alene opridses nogle overordnede betragtninger.

For det første er ét af hovedformålene med en bankunion som nævnt at bryde båndet mellem stater og banker. I bund og grund betyder det, at man må dele – på den ene eller den anden måde – udgifter ved problemer i et lands banksektoren. Det er godt for de lande, der modtager hjælp, men betyder samtidig, at de lande, der hjælper pålægges større forpligtigelser. Modeller for, hvordan man udjævner gevinster og tab, skal derfor kalibreres grundigt, før man kan beslutte sig.

Ét eksempel er diskussionen om en fælles indskydergaranti. Idéen, som den har været præsenteret, er, at ét lands indskydergarantifond kan låne penge af andre landes garantifond. Det skal mindske tvivlen om, hvorvidt et land har mulighed for at sikre indskyderne i landets banker deres indestående. En sådan tvivl kan ellers føre til, at indskyderne trækker midler ud af bankerne. Det presser bankerne yderligere. Hvis landets indskydergarantifond i stedet kan låne penge af et andet lands indskydergarantifond, opstår der ikke tvivl om sikkerheden af indskuddene.

Dette bør gøre banksektoren mere stabil. Omvendt betyder det dog også, at garantifonde i lande, hvis banker ikke er i problemer, låner penge ud, med risiko til følge. Før en fælles indskydergarantifond kan realiseres, skal en grundig afvejning af argumenter og overvågningsmekanismer ske.

Omvendt tyder meget på, at der er momentum omkring et fælles banktilsyn, selvom der også her er uklarhed om mange konkrete forhold. EU kommissionen har f.eks. stillet forslag om, at ECB skal have rollen med at føre banktilsyn. Der er dog diskussioner om, hvorvidt ECB skal føre tilsyn med alle banker eller kun store banker, der opererer på tværs af lande. Der er ligeledes rejst tvivl om, hvorvidt det er hensigtsmæssigt, at ECB får ansvaret for banker udenfor eurozonen, da det kan skabe tvivl om linjedragningen mellem pengepolitikken for eurozonelande og banktilsyn. På samme måde har ikke-eurozone lande jo ikke indflydelse i ECB, dvs. hvis tilsyn med banker skal foregå i ECB, rejser det spørgsmålet om, hvordan man sikrer, at ikke-eurozonelande, der underlægger sig fælles tilsyn, får medindflydelse på, hvordan tilsynet udøves. En sådan problemstilling er særdeles relevant for Danmark.

Der er også momentum omkring fælles regler omkring likviditets- og kapitalforhold i finansielle institutioner (CRD IV), hvor man er kommet langt, ligesom på andre områder omkring reguleringen af finansielle institutioner i EU. Dette påvirker også danske banker og Danmark.

Krisen har således overordnet presset på for endnu mere integration i den europæiske finansielle sektor, og første skridt mod en bankunion er taget. Hvor hurtigt og hvor lange disse skridt tages afhænger i høj grad af den politiske proces. Men at der kommer mere integration, og nok en dag en bankunion, synes sandsynligt.

Afsluttende bemærkninger

En generel økonomisk lærdom er, at "sundhedstilstanden" i den finansielle sektor er vigtig for den økonomiske udvikling. Denne indsigt er blevet understreget af forløbet omkring den økonomiske og finansielle krise i 2008/09. Inden krisen bidrog udlånsvækst positivt til den økonomiske vækst. Efter krisen har problemerne i den finansielle sektor været medvirkende til, at væksten har været svag.

Det er også en lærdom, at kreditværdigheden af et lands finansielle sektor kan have afgørende betydning for kreditværdigheden af en stat. Dette gælder måske i særlig høj grad indenfor eurozonen, hvor bankerne er tæt integreret. Diskussionen om, hvordan man kan bryde dette afhængighedsforhold mellem stater og banker er for øjeblikket intens. En forudsigelse er, at yderligere integration på det økonomiske område indenfor EU og Eurozonen på sigt vil involvere en bankunion og obligationsudstedelser med fælles hæftelse. Dette vil medføre afgivelse af de facto selvbestemmelse på visse områder. Omvendt bør det medvirke til at stabilisere den finansielle sektor og dermed sikre fremdrift i EU/eurozonen.



Litteratur

Arcand, J.-L., E. Berkes og U. Panizza (2012): Too much finance? IMF Working Paper WP/12/161.

Archarya, V.V., I. Drechsler og P. Schnabl (2012a): A pyrrhic victory? – Bank bailouts and sovereign credit risk. Working Paper, Stern School of Business.

Archarya, V.V., I. Drechsler og P. Schnabl (2012b): A tale of two overhangs: The nexus of financial sector and sovereign credit risks. *Financial Stability Review*, Banque de France, nr. 16, April 2012, s. 1-6.

Cecchetti, S.G. og E. Kharroubi (2012): Reassessing the impact of finance on growth. BIS Working Paper nr. 381.

Delpla, J. og J. von Weizsäcker (2010): The blue bond proposal. *Bruegel Policy Brief*, 2010/03.

Euro-nomics group (2011): European safe bonds (ESBies).

GCEE - German Council of Economic Experts (2012): The European Redemption Pact (ERP) – Questions and Answers. Working Paper 01/2012.

Gourinchas, P.-O. og M. Obstfeld (2012): Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First. *American Economic Journal: Macroeconomics* 4(1), s. 226-265.

Lane, P. og P. McQuade (2012): Domestic Credit Growth and International Capital Flows. Working Paper.

Levine, R. (2005): Finance and Growth: Theory and Evidence. In *Handbook of Economic Growth*, Philippe Aghion og Steven Durlauf (red.), Elsevier Science.

Reinhart, C.M. (2012): The Return of Financial Repression. *Financial Stability Review*, Banque de France, No. 16, April 2012, s. 37-48.

Schularick, M. og A.M. Taylor (2012): Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008. *American Economic Review* 102(2), s. 1029-1061.